



ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK

ELEMZÉS

A monetáris politika költségvetési kockázatai

2021.



ELEMZÉS

A monetáris politika költségvetési kockázatai

2021.

Engedélyező:
Domokos László
Domokos László
elnök

Az Elemzés
az interneten
a www.asz.hu
oldalon
olvasható.

Szerkesztő:

SZIKSZAINÉ KIRÁLY MÁRIA projektvezető

Az elemzés elkészítését felügyelte:

DR. PULAY GYULA ZOLTÁN felügyeleti vezető

Készítették:

SZIKSZAINÉ KIRÁLY MÁRIA projektvezető

NOVÁK MÁRTA számvevő

MELCHER ISTVÁN számvevő fogalmazó

Kiadja az Állami Számvevőszék

EL-3110-010/2021.

TARTALOMJEGYZÉK

▶	VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ	5
▶	AZ ELEMZÉS CÉLJA, TERÜLETE ÉS MÓDSZERE	7
▶	ELEMZÉS	9
	1. A monetáris politika által kifejtett közvetlen, illetve közvetett hatások az államháztartás egyenlegére, illetve az államadóságra a 2017-2020. években	9
	1.1. Előzmények és érvényesülő tendenciák	9
	1.2. A monetáris politikának a költségvetési kockázatokra ható tényezői	10
	— 1.2.1. Jegybanki alapkamat és a jegybanki betétek kamatának alakítása.....	10
	— 1.2.2. Hosszú lejáratú állampapírok kamatának alakulása	13
	— 1.2.3. Nyíltpiaci műveletek, a jegybank állampapír vásárlásai	14
	— 1.2.4. Az államadóság forint/devizaarányának és lejárat szerkezetének alakulása .	15
	— 1.2.5. Az elemzett időszakban az MNB által fenntartott és újként bevezetett nemkonvencionális eszközök.....	17
	1.3. A monetáris politika hatása az államadóság finanszírozási költségeinek alakulására 2017-2020. években	18
	2. Az MNB eredményességének alakulása, és ennek költségvetési hatásai 2017-2020. években	20
	2.1. Az MNB közvetlen költségvetési kockázatok befolyásoló mérleg tételeinek értékelése	20
	— 2.1.1. A mérleg szerkezet legfontosabb eredményt befolyásoló tényezői 2007-2020. első félévében	20
	— 2.1.2. A követelések és kötelezettségek alakulása	22
	— 2.1.3. A tartalékok alakulása és az átértékelési hatás	25
	2.2. Az MNB eredményességének alakulása és költségvetési hatásai	29
	3. Az MNB középtávú (3-5 év) eredményességére ható tényezők, és az ezzel kapcsolatos költségvetési kockázatok	32
	3.1. A költségvetési kockázatai a jegybank középtávú eredményességének változása esetén	32
▶	FELHASZNÁLT DOKUMENTUMOK	35
▶	JOGSZABÁLYOK ÉS KÖZJOGI SZABÁLYOZÓ ESZKÖZÖK JEGYZÉKE.....	38
▶	1. MELLÉKLET	39
▶	2. MELLÉKLET	41
▶	RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE	42
▶	FOGALOMTÁR.....	43

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Az Állami Számvevőszék (ÁSZ) rendszeresen értékeli a monetáris politika költségvetési kockázatait, ezen belül elsősorban annak kockázatát, hogy a központi költségvetésnek térítési kötelezettsége keletkezik. Ezt a Magyar Nemzeti Bankról szóló törvény két esetben írja elő:

- ha a Magyar Nemzeti Bank (MNB) veszteségesé válik és eredménytartaléka nem elégséges a veszteség pótlására.
- ha két kiegyenlítési tartaléka együttes összege negatívvá válik, és eredménytartaléka, valamint tárgyévi nyeresége nem elégséges a negatív egyenleg megszüntetéséhez.

E kötelezettség előírásának az az indoka, hogy a monetáris politikának a törvényben meghatározott célokot kell követnie, akár annak árán is, hogy az MNB veszteségesé válik, és/vagy tartalékai kimerülnek. Az ÁSZ nem a monetáris politika célszerűségét vagy eredményességét értékeli, hanem azt, hogy e politika megvalósítása együttjár-e a költségvetés térítési kötelezettsége kockázatának növekedésével, esetleg e kockázat bekövetkezésével. Ezt **közvetlen költségvetési kockázatnak** nevezzük.

Jelen elemzés a 2017-2019. évek és a 2020. első félév monetáris politikájának költségvetési kockázatait vette górcső alá. Az elemzett időszakban a laza monetáris politikához kapcsolható alacsony kamatszint, a 2018-tól leértékelődő forintárfolyam, valamint az MNB gazdálkodásának eredményességét is figyelembevevő monetáris politikai intézkedések következtében évről-évre javult a jegybank eredményessége. Az MNB 2017-ben 38,3 Mrd Ft, 2018-ban 47,8 Mrd Ft, 2019-ben 254,7 Mrd Ft, 2020. első félévében 217,2 Mrd Ft eredményt realizált. 2019-ben és 2020. első félévében az árfolyameredmény jelentősen megemelkedett. Az aranyban való tartalékolás részarányának megsokszorozása is jelentős eredményjavulást eredményezett az árfolyamnyereség 2019. évi realizálása következtében.

2017-től a kamateredmény is pozitívba fordult, és a 2017-2019. években növekvő tendenciát mutatott. Ebben meghatározó szerepe volt a jegybanki alapkamat alacsony és 2020-ban csökkenő kamatszintjének, valamint az olcsó jegybanki források (készpénz, egynapos betét, saját tőke) nagyarányú rendelkezésre állásának. A magasabb kamatozású jegybanki eszközvásárlási programok (jelzáloglevél-vásárlási program, vállalatikötvény-vásárlási program, állampapírok) a forint kamatbevételek növekedését okozták. A hitelintézeti likviditást lekötő instrumentumok átlagos állományának 2017 és 2019 közötti csökkenése is mérsékelte a kamatkidadásokat. Sajátosságként jelentkezett, hogy a bankok felesleges likviditásának elhelyezését szolgáló egynapos betétekre a Monetáris Tanács 2017-2020. években negatív kamatot állapított meg, így ezek után az MNB-nek költség helyett bevétele keletkezett.

2020. első félévében a koronavírus-járvány negatív hatásainak mérséklése érdekében megsokszorozott jegybanki eszközvásárlási programok következtében az MNB mérlegfőösszege jelentősen bővült. Számottevő mértékben megemelkedett a kamatozó forrinteszközök (fedezett forinthitelek, jelzáloglevelek, állampapírok, vállalati kötvények) állománya, aminek hatására a forint kamatbevételek növekedtek. Ezzel párhuzamosan azonban a forintlikviditást lekötéséhez kapcsolódó magas költségű források (egyhetes betét, preferenciális betét) kamatráfordítása, valamint a költségvetés növekvő forintbetétei után fizetett kamatok megemelték a kamatkifizetések összegét is. Ezek a hatások együttesen – az előző évi időarányoshoz képest – 2020. első félévében csökkentették a kamateredményt, de az továbbra is pozitív maradt.

Mindezek következtében az elemzett időszakban nemcsak, hogy nem keletkezett a költségvetésnek fizetési kötelezettsége, hanem az MNB 2019-ben 50,0 Mrd Ft, 2020-ban 250,0 Mrd Ft osztalékot fizetett a költségvetésnek. Emellett az MNB tartalékait is számottevően növelte: a 2016. évi bázishoz képest a kiegyenlítési tartalékok összege 2020. első félévére 2,8-szeresére emelkedett, az eredménytartalék is közel kétszeresére nőtt. Az elemzett időszakban pozitív kockázatok következtek be.

Az elemzés értékelt a monetáris politika ún. **közvetett költségvetési kockázatait** is, vagyis azt, hogy a monetáris politikai intézkedések miként hatottak a költségvetés helyzetére. Az MNB a 2017-2020. években a rövidtávú kamatszintek, továbbá a hosszú távú kamatszint csökkenését eredményező intézkedéseivel

hozzájárult a költségvetés kamatkiadásainak mérsékléséhez. A 2017-2019. közötti időszakban a monetáris politika által befolyásolt kamatszint csökkenés – a nominális adósság növekedése mellett is – az adósságszolgálati költségek több mint 240 Mrd Ft-os mérséklődését eredményezte.

Az elemzett időszakban alkalmazott, illetve bevezetett ún. **nemkonvencionális eszközök** kedvezően befolyásolták a költségvetés pozícióját. Az önfinanszírozási program és az MNB-nél tartható magasabb kamatozású banki betétek mennyiségi korlátozása csökkentette a banki betétállomány arányát. A kiszorított likviditás jellemzően a hitelkínálatot és állampapír keresletet növelte. Az utóbbi csökkentette az államadósság finanszírozási kockázatát. Az önfinanszírozási programmal a jegybank hozzájárult az államadósság forint/deviza arányának 2017-2019. évi kedvező irányú alakulásához. Az adósság átstrukturálása pedig mérsékelte az államadósság árfolyamkockázatát. A Növekedési Hitelprogramok folytatása, továbbá az új programokra nyújtott kamatmentes források kihelyezése – az MNB és közvetve a költségvetés számára – nem jelentett érdemi kockázatot, mert e hiteleket nagyrészt ingyenes vagy olcsó források bővülése mellett biztosította a jegybank.

A 2020. évi monetáris intézkedések hozzájárultak az államadósság finanszírozásának biztonságosabbá tételéhez, valamint mérsékelték az adósságszolgálati költségek növekedését.

Az elemzés azonosított olyan tényezőket, amelyek a következő években a közvetlen költségvetési kockázatokat növelik. Ilyen a forint árfolyamának jövőbeni stabilizálódása, esetleg erősödése, amelynek következtében az árfolyam-nyereség mértéke csökken, vagy akár meg is szűnik. A jegybanki betéti kamatok emelkedése és a mérlegbővülés miatti finanszírozási költségnövekedés a kamateredmény csökkenésének kockázatát vetíti előre. Ennek ellenére alacsony a valószínűsége annak, hogy a költségvetésnek középtávon fizetési kötelezettsége keletkezik, mert az MNB eredményességét rontó, illetve a kiegyenlítési tartalécai mérséklődését okozó hatások kompenzálására az MNB tartalékai még éveken keresztül elégségesek.

Erősödhetnek a közvetett költségvetési kockázatok is. A gazdaság újraindításával várhatóan együtt járó fokozódó inflációs nyomás szükségessé teheti a monetáris politika szigorítását. Ez az állampapírhozamok növekedésével, azaz az államadósság finanszírozási költségeinek emelkedésével járhat együtt.

AZ ELEMZÉS CÉLJA, TERÜLETE ÉS MÓDSZERE

Az elemzés célja

Az elemzés célja annak értékelése, hogy a 2017-2020. években a monetáris politika folyamatai miként hatottak a költségvetés közvetlen és közvetett kockázataira, bekövetkeztek, mérséklődtek vagy növekedtek ezek a kockázatok. Az elemzés célja továbbá a hosszabb távú tendenciák és az összefüggések bemutatásával annak feltárása, hogy a monetáris politika milyen változások esetén növelné a központi költségvetés kockázatait.

Az elemzés területe

A monetáris politikai intézkedések a kamatszintek alakítása és a gazdaságban lévő pénzmennyiség befolyásolása révén hatást gyakorolnak a jegybank eredményességére is, és kedvezőtlen esetben a központi költségvetésnek fizetési kötelezettséget keletkeztetnek, vagy áttételesen rontják a költségvetés helyzetét. Az elemzés azt értékeli, hogy a 2017-2020. között meghozott jegybanki intézkedések jelentettek-e a költségvetés számára kockázatot, vagy ellenkezőleg hozzájárultak az államadósság-mutató számlálójának csökkenéshez vagy/és nevezőjének növekedéséhez, és ezáltal az államadósság-szabály teljesüléséhez.

Az államadósságot növelő tétel a központi költségvetés térítési kötelezettsége akkor, ha az MNB. tv. 147. § (4) bekezdése szerint az MNB mérlegében a kiegyenlítési tartalékok összege negatív egyenlegű, és arra az eredménytartalék és a tárgyévi eredmény egyenlege nem biztosít elegendő fedezetet. Ilyen esetben a kiegyenlítési tartalékok negatív egyenlegének mértékéig a központi költségvetést a tárgyévét követő év március 31-éig pénzbeli térítési kötelezettség terheli az MNB eredménytartalékának javára. Az MNB tv. 166. § (3) bekezdése szerint amennyiben a tárgyévi veszteség összege az eredménytartalékot meghaladja, a különbözetet a központi költségvetés közvetlenül az eredménytartalék javára a tárgyévi beszámolóról történő tájékoztatás kézhezvételét követő 8 napon belül megtéríti.

A központi költségvetés részéről térítési kötelezettség elsősorban az MNB alapvető feladataihoz (monetáris eszközök alkalmazása, devizatartalékolás) kapcsolódóan keletkezik, amelyek tekintetében az ÁSZ-nak nincs ellenőrzési jogosultsága. Emiatt a költségvetési egyenleg és az államadósság növekedésének az MNB tartaléktérítéseivel, valamint kamatpolitikájával kapcsolatos kockázatát időszakonként az ÁSZ egy-egy elemzés elkészítésével járta körbe. A készített elemzéseket honlapján nyilvánosságra hozta 2013. és 2018. években, a 2007-2011. és 2012-2016. évi időszakokra kiterjedően. Jelen elemzés időszerűségét erősíti, hogy a 2020. évi koronavírus-járvány bekövetkezése – Európa más országaihoz hasonlóan – alapvetően megváltoztatta a költségvetés korábban kialakult stabil helyzetét.

Az elemzés módszere

Az elemzés készítése során a jegybanki tevékenység közvetlen költségvetési kockázatának tekintjük, ha a költségvetésnek az MNB vesztesége, vagy tartalékainak hiánya miatt fizetési kötelezettsége keletkezik, közvetettnek, amennyiben a monetáris politika hatására megrágnak az államadósság finanszírozása.

Az elemzés felhasználta az MNB honlapján megjelent éves és féléves jelentéseket, időközi jelentéseket, kiadványokat, statisztikai adatokat, publikációkat és elemzéseket. Az ÁSZ által alkalmazott és nyilvánosságra hozott, hatályban lévő módszertani előírások figyelembevételével az MNB, a KSH, az ÁKK, a PM témát érintő adatai alapján készítette az időszaki értékeléseket. Esetenként az adatokból hosszabb idősorok mutatják be az adott kérdéskört jellemző hosszabb távú trendeket. Ehhez – a költségvetés közvetlen és közvetett kockázatait érdemben befolyásoló kérdéskörök tekintetében – az ÁSZ hasonló témában készített, korábbi elemzéseiben feldolgozott időszakok adatait is felhasználta.

Az elemzés jellemzően a 2017-2020 közötti időszakot dolgozta fel, de ezen belül a 2017. évi folyamatok bemutatásához bázisként a 2016. december végi adatokat is felhasználta. Egyes kockázatot jelentő kérdéskörök esetében hosszabb időszak trendjének bemutatása történt meg. Az adatfeldolgozás azokra a nyilvánosságra hozott adatokra terjedt ki, amelyek 2021. április 30-áig tanulmányokban, publikációkban,

közleményekben és statisztikai adatokban megjelentek. Az MNB 2020. évi beszámolójának adatait az elemzés nem használta fel, mert annak nyilvánosságra hozatala 2021. május 25-én történt meg. A kockázatok jövőbeni alakulásának értékeléséhez az elemzés kitekintett a 2020. évet követő időszakokra is.

A stabilitási törvény szerinti adósságműtató a kormányzati szektor adósságát fogja át, ezért elemzésünkben a közvetett költségvetési kockázatokat a kormányzati szektorra értelmeztük. Ezzel teremtettük meg a KSH, az EDP jelentések uniós módszertan szerinti adataival való összhangot. A közvetlen költségvetési kockázatok értékelése során azonban a központi költségvetés adósságát vettük figyelembe, mivel a központi költségvetésnek van megtérítési kötelezettsége a jegybank részére az MNB törvényben meghatározott esetekben.

ELEMZÉS

1. A monetáris politika által kifejtett közvetlen, illetve közvetett hatások az államháztartás egyenlegére, illetve az államadósságra a 2017-2020. években

1.1. Előzmények és érvényesülő tendenciák

A fennálló költségvetési kockázatokra tekintettel 2013-ban 2007-2011. évekre, 2018-ban 2012-2016. évekre vonatkozóan már értékelte az ÁSZ a monetáris politika költségvetési kockázatait.

A 2013. évi elemzés megállapította, hogy fokozta az MNB eredménye negatívvá válásának kockázatát a devizatartalékok 2009 és 2011 között bekövetkezett jelentős növekedése. A devizatartalékolás veszteségességének kockázata 2007-2011. között azért volt különösen magas, mert az MNB eszközei között meghatározó súlyt képviseltek a devizában fennálló követelések, míg forrásszerkezetében igen jelentős volt a súlya a forintkötelezettségeknek, amelyek a magas alapkamat következtében magas kamatköltséget okoztak. A devizakövetelések utáni kamatbevétel meghaladták a források (kötelezettségek) után elszámolt kamatfordítások, aminek hatására az MNB tevékenysége 2007-ben, 2008-ban és 2010-ben is veszteséggel zárult. Növekvő kockázatot jelzett az ÁSZ akkor, ha a devizatartalékokat csak kisebb arányban tudja a jegybank olcsó forrásokból finanszírozni. Kockázatot növelő tényezőként állapította meg továbbá, hogy a devizatartalékok növekedésére akkor került sor, amikor a forint árfolyama viszonylag gyenge volt. Ezzel a devizatartalékok átlagos beszerzési árfolyama megnőtt, ami azt eredményezte, hogy deviza eladásával az MNB kisebb árfolyam-nyereséget tudott realizálni. A devizatartalékok átlagos beszerzési árfolyamának emelkedését, vagyis a forint erősödését a forintárfolyam kiegyenlítési tartalékának csökkenése miatt növekvő költségvetési kockázatként azonosította az elemzés. Az elemzés - más jegybankok és az Európai Központi Bank gyakorlatának elemzése alapján - kérdésként vetette fel, hogy a kamatfolyosó szűkítésével, illetve aszimmetrikussá tételével nem lenne-e célszerű a MNB-ben tartott betétek után fizetett kamatokat mérsékelni, és a kereskedelmi banki likviditás egy részét az államadósság finanszírozása felé terelni. (ÁSZ, 2013)

A 2018. évben a 2012-2016. évekről készített ÁSZ elemzés azt állapította meg, hogy 2013-tól a fiskális politikával együttműködő és összehangolt jegybanki tevékenység hozzájárult a költségvetés egyenlegének javításához, az államadósság finanszírozásának stabilizálásához, továbbá a gazdasági növekedési célok eléréséhez. A jegybanki intézkedések eredményeként a költségvetés kockázatai jelentősen csökkentek, továbbá 2013-tól megszűnt a korábbi években gyakran tapasztalt veszteségesség. Az MNB az alapkamaton kamatozó irányadó eszköz 2015 szeptemberétől bevezetett mennyiségi korlátozásával, így a felesleges likviditás kiszorításával, továbbá mérlegének szűkítésével, a jegybanki alapkamat drasztikus csökkentésével, valamint új nemkonvencionális eszközök alkalmazásával csökkentette a jegybanki betétek költségeit. A bankok felesleges likviditásának az állampapírpiacon terelése hozzájárult az államadósság belső finanszírozási arányának a növekedéséhez, mérsékelve a külső sérülékenységet. A monetáris intézkedések javították a jegybank eredményességét, továbbá csökkentették az államadósság kamatszintjét, enyhítve ezzel a költségvetési kockázatokat. Az MNB nyereségének a 2013-2016. évek legfontosabb tényezője a devizaárfolyamok alakulásából származó pozitív eredmény volt, melynek folyamatos eredménytartalékba helyezése csökkentette a költségvetési kockázatot. Ebben az időszakban azonban kedvezőtlenül alakult, minden évben negatív volt az MNB kamat- és kamatjellegű eredménye. Ennek kezelését vetette fel az ÁSZ, jelezte továbbá az árfolyam-különbözetből származó eredmény fenntarthatóságának kockázatát. (ÁSZ, 2018)

Ezen – korábban feltárt – kockázatok értékelésére figyelemmel készítette el az ÁSZ jelen elemzését, amely szervesen épül a korábbi években tett megállapításokra. Azok továbbvitelével meghatározza a 2017-2020.

első félévében felmerült pozitív és negatív kockázatokat, valamint a monetáris politikai intézkedéseknek középtávon a költségvetés helyzetére gyakorolt esetleges hatásait.

Az elemzés 2.1.1., 2.1.3. és 2.2. pontjában kiemelten és részletesen foglalkozik e kérdéskörökkel, a kialakult tendenciákkal. Az ÁSZ korábbi és jelen elemzéseivel lefedett teljes időszak (2007-2020. első féléve) adatainak bemutatásával értékelésre kerülnek a költségvetési kockázatokat leginkább befolyásoló tényezők.

1.2. A monetáris politikának a költségvetési kockázatokra ható tényezői

Az MNB törvény értelmében a monetáris politikát meghatározó és megvalósító MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. E cél veszélyeztetése nélkül az MNB támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló-képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját. Az MNB a magyar gazdaság külső stabilitásának megőrzése érdekében hivatalos deviza- és aranytartalékot képez, és kezeli azt. Az MNB alakítja ki a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitására vonatkozó makroprudenciális politikát. E tevékenységek ellátásához a jegybanknak megfelelő erőforrásokkal kell rendelkeznie. Ezért a törvény előírja, hogy ha az MNB veszteségessé válik vagy a törvényben szabályozott tartalékai kimerülnek, akkor azok meghatározott időn belüli visszapótlása (az ún. tartaléktérítés) a központi költségvetés kötelezettsége. E fizetési kötelezettség közvetlen költségvetési kockázatot testesít meg.

Az árstabilitás, illetve pénzügyi stabilitás biztosítása szükségessé teheti olyan monetáris intézkedések megtételét, amelyek a kamatszintet növelik, és ezáltal megdrágítják az államadósság finanszírozását, többlet kiadást okozva a központi költségvetésnek, és kedvezőtlenül befolyásolva az államadósság-mutató számlájának alakulását. A monetáris politikának ezt a lehetséges következményét közvetlen költségvetési kockázatnak tekintjük.

A jegybank mérlegében lévő eszközökből származó bevételek és a források költségei közötti különbségek az elemzett időszakban kedvezően alakultak, amelyek hatására az MNB eredményessége évről-évre javult. Az elemzett időszakban számos változtatás történt a monetáris politikai eszköztárban, amelyet az 1. számú melléklet mutat be.

Jelen fejezet a rövid- és hosszú távú kamatok alakításának, a jegybanki befektetés-politikának, az alkalmazott nemkonvencionális eszközöknek a költségvetési egyenlegre és az adósságmutatóra vonatkozó költségvetési hatásait, kockázatait értékeli a 2017-2020. években.

1.2.1. Jegybanki alapkamat és a jegybanki betétek kamatának alakítása

A magyar bankrendszer strukturális likviditástöbblettel rendelkezik. A likviditástöbblet jegybanki betétekben kerül lekötésre, így jellemzően azok kamatán keresztül történik meg a monetáris transzmisszió. (MNB, 2020) A lekötött betétek után a jegybank kamatot fizet, ami növeli költségeit. Az elemzett időszakban a felesleges banki likviditást jelentős részben lekötő egynapos (O/N) betétek kamatlába negatív volt, ami a bankokat arra ösztönözte, hogy minél kevesebb betétet tartsanak az MNB-nél.

2018. december 18-ig az irányadó jegybanki eszköz a három hónapos betét volt, majd annak szerepét a kötelező tartalék vette át, amelyekre a jegybank az alapkamatot fizette. Alultartalékolás esetén a büntető kamatláb megegyezett a jegybanki alapkamattal. (MNB, 2021c, 2021f) A kötelező jegybanki tartalék összege feletti tartalék-elhelyezések után pedig a vonatkozó kamatláb negatívba fordult, mivel az egynapos (O/N) betéti kamatláb nulla alatti értékeket vett fel. (MNB, 2017b, 2020) A túltartalékolásra vonatkozó negatív kamatláb arra sarkallta a tartalékolásra kötelezett bankokat, hogy csak a szükséges mértékben lépjenek át tartalékolási kötelezettségüket, helyette egyéb befektetési formákat vagy nemkonvencionális eszközöket alkalmazzanak.

A jegybanki alapkamat, valamint az egynapos (O/N) betétek és hitelek kamatának alakítása a költségvetési kockázatok csökkentésében kiemelt fontosságú volt, mert a jegybanknál elhelyezett banki betétek költségei,

valamint a kihelyezett jegybanki hitelek, illetve eszközök bevételei útján hatást gyakorolt a jegybank kamateredményére.

A jegybanki alapkamat, illetve az egynapos betéti és fedezett hitel kamatlábának alakulását és adott időpontbeli változását az 1. táblázat mutatja be:

1. táblázat

A jegybanki alapkamat és az egynapos betéti, valamint fedezett hitel kamatlábának változása (2017-2020)

Dátum	Jegybanki alapkamat mértéke (%)	O/N jegybanki betét kamatlába (%)	O/N fedezett hitel kamatlába (%)
2017.01.01	0,9	-0,05	0,9
2017.09.20	0,9	-0,15	0,9
2019.03.27	0,9	-0,05	0,9
2020.04.08	0,9	-0,05	1,85
2020.06.24	0,75	-0,05	1,85
2020.07.22	0,6	-0,05	1,85

Forrás: MNB (2021a, 2021f), ÁSZ szerkesztés

A jegybanki alapkamat szintje az elemzett időszak kezdetétől 2020. június 24-éig 0,9% maradt, ami fenntartotta a korábbi időszakban bevezetett laza monetáris kondíciókat. Az MNB 2017-ben az egynapos (O/N) betéti kamatlábat -0,05%-ról, -0,15%-ra csökkentette, ezzel háromszorosára növelte a bankok által elhelyezett betétek után fizetett negatív jegybanki kamat mértékét. A konjunktúra idején – 2019 márciusában – az infláció féken tartása, valamint az devizaárfolyam-csökkenés mérséklése érdekében monetáris szigorítást alkalmazott az MNB, amikor a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett egynapos betétei utáni negatív kamatlábat -0,15%-ról -0,05%-ra növelte.

A mennyiségi korlátozás keretrendszerének 2016-os bevezetése után az MNB kiszorította az alapkamaton kamatozó három hónapos jegybanki betétekből a kereskedelmi banki likviditást, és részben a negatív kamatozású egynapos (O/N) betétek felé terelte. Ennek hatására a magasabban kamatozó forintkötelezettségek (kötségvetés forintbetétei, kötelező tartalék, likviditást lekötő instrumentumok) átlagos állománya csökkent, ami a jegybank számára alacsonyabb forint kamatráfordításokat eredményezett. Ez a jegybanki kamatkiadások mérséklése irányába hatott. (MNB jelentés, 2017) Az egynapos fedezett hitel kamatlábának 2019 áprilisi növelése pedig a kamatbevételek növekedésének kedvezett. Mindezek hozzájárultak a jegybank kamateredménye, így eredményessége növekedéséhez, ami a költségvetés közvetlen kockázatait nemcsak csökkentette, hanem a költségvetés helyzetét javította is a jegybanki 2019-es, 2020-as és 2021-es osztalékfizetéseken keresztül.

2020 februárjában a rövid hozamok elszakadtak a kamatfolyosó aljától, márciusban a koronavírus-járvány miatt megjelenő bizalmi válság következtében további hozamemelkedés történt. (MNB, 2020) 2020 áprilisában a jegybank 0,9%-ról megemelte az egynapos, egyben az egyhetes futamidejű, hitelintézetek számára biztosított fedezett hitel kamatlábát 1,85%-ra, ezzel 2020. június 24-ig szimmetrikussá tette a kamatfolyosót, hogy a rövid lejáratú kamatok a jegybank rugalmasan alakíthassa felfelé is.

Az MNB a 2020. év folyamán a gazdasági környezet kedvezőtlen irányú változása és a pénzügyi turbulenciák ellensúlyozása érdekében két lépcsőben 0,75%-ra, majd 0,6%-ra csökkentette a jegybanki alapkamatot, amely a gazdaságban lévő pénz mennyiségének bővítését szolgálta. Ezzel a jegybank a GDP – koronavírus-járvány miatti – csökkenésének mérséklése érdekében tett lépéseket, mérsékelve ezzel a költségvetési deficit, valamint az államadósság-mutató kedvezőtlenebb elmozdulását.

A mennyiségi korlátozás rendszerének 2016-os bevezetése óta az egyhetes jegybanki betét része volt a jegybanki eszköztárnak, azonban azt az MNB 2020 áprilisáig nem alkalmazta. A bankok likviditáskezelésének támogatására 2020. április 1-jén az MNB újra aktiválta az egyhetes betéti eszközt, amely alapkamaton kamatozott. Ezt 2020 szeptemberében – némiképp szigorítva a monetáris politikán – az MNB 0,75%-os

kamattal biztosította az alapkamat aktuális 0,6%-os szintjéhez képest. (MNB 2020, 2021k) Az egyhetes betét aktiválását követően az egynapos (O/N) betétek mértéke csökkent és az egyhetes bankbetétben jelent meg a felesleges banki likviditás egy része. (MNB, 2020) Ezek az intézkedések a jegybanki kamatkidások, illetve kamatráfordítások növekedésére hatottak 2020-ban. 2020. első félévében ugyancsak a jegybanki kamatráfordítások növelése irányába hatott, hogy a preferenciális betét 2020. május 4-től június végéig sávós kamatozásúvá vált, és az MNB a 2020. április 7-e utáni hitel- illetve kötvényállomány-növekedésre az alapkamatnál magasabb, 4%-os kamatot fizetett.

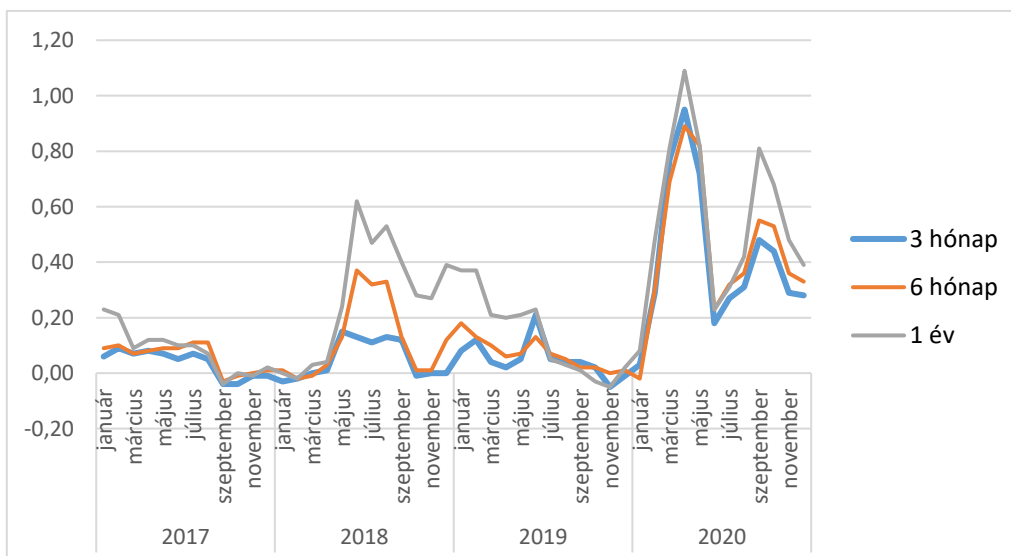
Több tényező (a tartalékolási kötelezettség 2020. március 24-től szeptember 30-ig tartó átmeneti feloldása, az alapkamat csökkenése, stb.) együttes hatásának volt köszönhető, hogy 2020. március végét követően a kereskedelmi bankok többletlikviditása ismét megjelent az állampapírpiacra is, és a forint állampapír vásárlásaikkal – többek között a háztartások és befektetési alapok mellett – részt vállaltak a költségvetési hiány növekedésének finanszírozásában. 2020 májusában a jegybanki – korábban stagnáló – állampapír befektetési állomány is növekedett, ami év végéig folyamatosan nőtt, 39,4 Mrd Ft-ról 1 141,9 Mrd Ft-ra. Mindezekkel az intézkedésekkel a jegybank közvetett és közvetlen módon is hozzájárult a költségvetési deficit hazai finanszírozásának stabilizálásához. (Lásd későbbiekben az 1.1.3. pontban bővebben bemutatva a forintban denominált állampapírok befektető szektoronkénti megoszlását.)

Az államadósság rövidtávú kamatszintjének alakulásában a teljes elemzett időszakban számottevő szerepe volt a rövid lejáratú kamatok monetáris politika által kialakított szintjének.

A rövid lejáratú állampapír hozamok alakulását az alábbi 1. ábra szemlélteti:

1. ábra

Állampapír-piaci referenciahozamok hó végén (3, 6 hónap és 1 év, %-ban, 2017-2020.)



Forrás: MNB 2021h

Az elemzett időszakban – a 2018. év közepi kiugrást kivéve – 2020 januárjáig a kamatfolyosó aljához közeli mértékű rövid hozamszint fennmaradt. Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulását a jegybank 2017-től 2020. márciusáig úgy befolyásolta, hogy a kereslet növelése érdekében mennyiségi korlátozást vezetett be az alapkamaton kamatozó betéteknél. (MNB, 2020c)

A jegybanki három hónapos betétek limitálása, illetve mennyiségi korlátozása a költségvetés szempontjából kedvező volt, mert a szabad banki források növelték az állampapírpiac keresletét, ami a kamatterhek enyhítésével az adósságfinanszírozási költségeket csökkentve, pozitív közvetett költségvetési kockázatot eredményezett.

A koronavírus-járvány miatti bizonytalan gazdasági környezetben, 2020 márciusában a rövid (3, 6 hónapos, illetve 1 éves) állampapír referenciahozamok megugrottak, majd júniusra visszatértek a 2020 februári szint

alá. A referenciahozamok ismételt csökkenésében elsősorban az játszott szerepet, hogy a jegybank 2020. április 7-én bejelentette állampapír-vásárlási programját. A rövidtávú állampapír referenciahozamok ezt követően ismét emelkedtek szeptember végéig, mert a járvánnyal kapcsolatos azonnali kormányzati kiadások miatt megjelenő kereslet felfelé térítette el a rövid referenciahozamokat. A rövid lejáratú állampapírhozamok változása az újonnan kibocsátott rövid lejáratú állampapírok kamatkidásain keresztül hatott a költségvetés helyzetére.

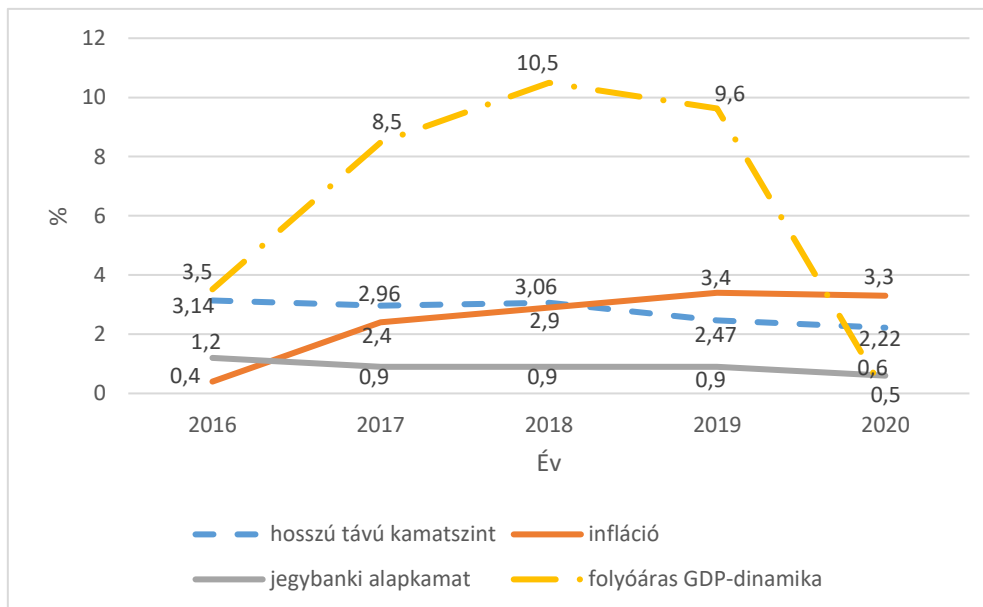
1.2.2. Hosszú lejáratú állampapírok kamatának alakulása

Fiskális élénkítés mellett is stabilizálható, illetve mérsékelhető az államadósság-ráta, ha a kamatláb kisebb a GDP-dinamikánál. (Losoncz, Tóth 2020: De Grauwe – Ji 2019.) Értelmezésünk szerint ez a már meglévő adósságrátára és a folyóáras GDP-dinamikára vonatkozik. Az adósságráta csökkentésében 2017-2019. években a kiemelkedően magas folyóáras GDP dinamika játszott elsődleges szerepet.

Az államadósság finanszírozási költségeire érdemi hatást gyakorló jegybanki alapkamat, a maastrichti kritérium szerinti hosszú távú kamatszint (10 éves állampapír), a folyóáras GDP-dinamika és az infláció alakulását a 2. ábra mutatja be:

2. ábra

Infláció, jegybanki alapkamat, hosszú távú kamatok és a folyóáras GDP-dinamika alakulása (2016-2020.)



Forrás: KSH 2021a, 2021c, 2021e, Eurostat, ÁSZ szerkesztés

A 2017-2020. években – 2018. év kivételével – a hosszú távú kamatszint folyamatosan csökkent, ami kedvezően befolyásolta az államadósság finanszírozási költségeit, így a költségvetési egyenleg és az államadósság alakulását. 2017-től az elemzett időszakban 2020. június végéig konstans jegybanki alapkamat mellett csökkenő trend volt megfigyelhető a hosszú távú kamatok mértékében. A 2020 közepén két lépcsőben végrehajtott alapkamat-csökkenést követően is folytatódott a hosszú távú kamatcsökkenés. A hosszú távú kamatszint és az alapkamat közötti rés 2017-2020. között, 2,06 százalékponttól, 1,62 százalékpontra csökkent. A több mint 0,4 százalékponttal csökkenő rés a hosszú távú kamatlábak intenzívebb csökkenését jelzi, ami a hitelintézetek és más pénzügyi intézmények (pénzpiaci alapok, biztosítók, nyugdíjpénztárak), valamint a lakosság, és kisebb részben a jegybank 2020-as hosszú lejáratú állampapír vásárlásai miatt jelentkezett.

Az infláció 2019-ig történő folyamatos emelkedése is javította a költségvetés pozícióját, mivel emelte a fogyasztási típusú adóbevételeket, illetve a nominális GDP-re is növelő hatással volt. (A fogyasztást terhelő

adóbevételek aránya 57%-ról 60%-ra nőtt 2016-ról 2019-re az éves adóbevételek folyamatos növekedése mellett. (ÁSZ, 2020))

Kockázatot jelenthet, ha a fokozódó inflációs nyomás mérséklése, az infláció féken tartása érdekében az MNB elsődleges – árstabilitás biztosításáról szóló – célját szem előtt tartva a jegybanknak szigorító lépéseket kell tennie, és ezzel az elmúlt években folytatott gazdaságösztönző szerepe lecsökken. Ebben az esetben a költségvetés kamatterhe nőhet a kamatszintek növekedése révén, valamint az adósságszolgálat teljesítéséhez szükséges GDP növekedés elérése is nehézségekbe ütközhet.

1.2.3. Nyíltpiaci műveletek, a jegybank állampapír vásárlásai

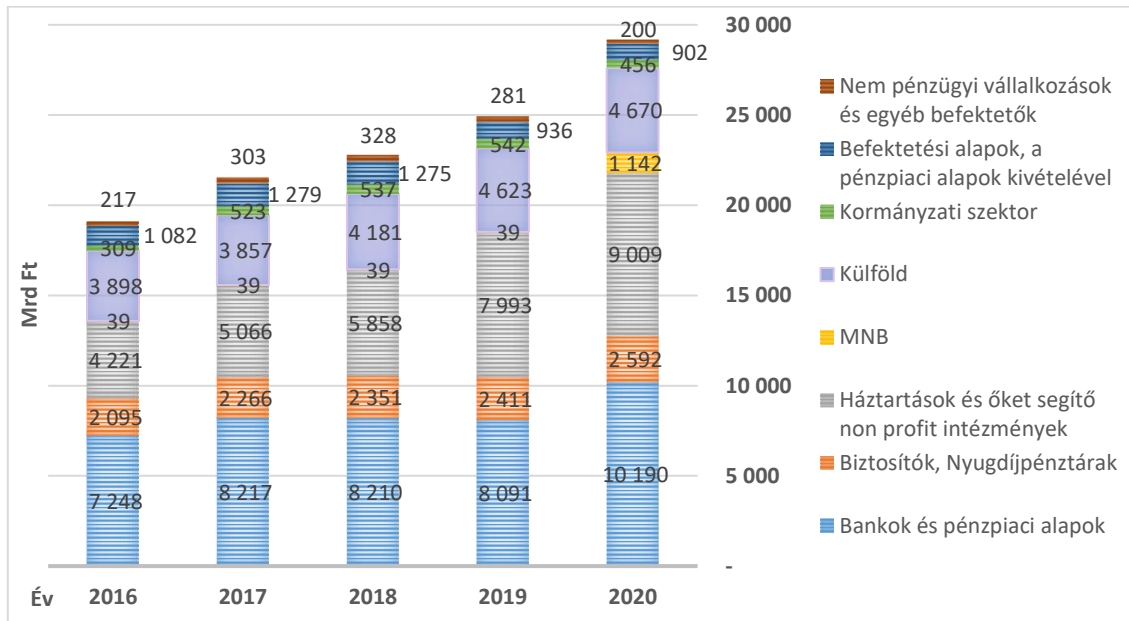
2017-től a vállalkozások fenntartható fejlesztése, majd 2020-tól a költségvetés stabil és hosszú távú, fenntartható finanszírozhatóságának előtérbe kerülése miatt a monetáris politikában felértékelődött a hozamgörbe hosszú szakasza. Nyíltpiaci műveletként a jegybank – a rendelkezésre álló pénzmennyiséget és a kamatok alakulását befolyásolva – a pénzügyi piacokon hajtott végre 2018-2019 években kötvény- és jelzáloglevél-vásárlási ügyleteket. Az NKP, mint a hosszú távú hozamokra ható jegybanki program mellett a 2018-ban elindított, majd 2020 májusában újraindított jelzáloglevél-vásárlási program tették lehetővé a monetáris kondíciók befolyásolását a hozamgörbe hosszabb szakaszán. (Az NKP programot lásd később részletesebben a nemkonvencionális eszközökre vonatkozó 1.1.5. alpontban.)

2020-ban a hitelmoratórium bevezetése a lakosság és vállalkozások fizetéseképtelenségének elkerülését és a pénzügyi stabilitás megőrzését, továbbá a fogyasztás visszaesésének mérséklését szolgálta, miközben csökkentette a bankrendszer likviditását. Többek között ennek ellensúlyozására, illetve kompenzálására az MNB 2020. március 24-től szeptember 30-ig – a likviditás bővítése érdekében – mentesítette a hitelintézeteket a kötelező tartaléknak való meg nem felelés jogkövetkezményei alól. (MNB, 2020) A jegybank fő célja egy differenciált, a pénzintézetek helyzetéhez alkalmazkodó eszközrendszer bevezetése volt, ezért ezzel párhuzamosan likviditás szűkítő intézkedéseket is tett a fedezett hitelek kamatának emelésével, valamint az egyhetes betét aktiválásával.

A monetáris eszköztárt 2020 májusától kibővítette az MNB állampapír-vásárlási programja, ami a forintban denominált, fix kamatozású magyar állampapírokra terjedt ki. A másodlagos piacon történő vásárlásokat jellemzően a legalább 3 éves futamidejű papírok tették ki. (MNB 2020. évi sajtóközlemény) A hosszú lejáratú állampapírok iránti kereslet növelésével a hosszú távú kamatszint csökkentésének irányába tett lépéseket a jegybank. Az MNB birtokában lévő hosszabb lejáratú államkötvények támogatták az államadósság lejáratú idejének meghosszabbítását.

A forintban denominált állampapírok befektetői szektoronkénti megoszlásának 2016-2020. év végi alakulását mutatja a 3. ábra:

**Forintban denominált állampapírok befektetői szektoronkénti megoszlása
(2016-2020.)**



Forrás: ÁKK 2021c alapján ÁSZ szerkesztés

Az államadósság 2020. évi növekedésének közel hatodát a jegybank finansírozta. Az így keletkező likviditástöbbletet – az államkötvény kamatánál alacsonyabb kamaton – a központi költségvetés a MNB-ben vezetett számlán tartotta annak érdekében, hogy a válságkezeléshez megfelelő likvid tartalékkal rendelkezzen. Míg az állampapírok a jegybanki kamatbevételeket növelték, addig a magasabb költségvetési betétállomány növelte az MNB kamatkidadásait.

2017-2019. között a bankok és pénzügyi alapok a növekvő állampapír állomány számottevő, de egyre csökkenő arányát birtokolták. Eközben a háztartások és az őket segítő nonprofit intézmények közel 2-szeresére, 7 993 Mrd Ft-ra növelték birtokukban lévő forintban denominált állampapírok nagyságát. Ennek következtében 2019. végére az államadósság-finanszírozásból a lakossági részesedés közel azonos nagyságrendet tett ki, mint a bankoké és pénzügyi alapoké. A külföld kezében lévő forint állampapír-állomány növekvő trendet mutatott, de aránya a 2016. évi bázishoz képest csökkent.

A járvány idején – a 2020. évben – a lakossági megtakarítások erőteljesen emelkedtek, aminek hatására az előző évhez képest 12,7%-kal, 1 016 Mrd Ft-tal nőtt a lakossági részesedés. A kialakult válság miatti bizonytalan gazdasági környezetben a bankok és pénzügyi alapok befektetéseikkel ismét az állampapírpiac felé fordultak, és az előző évhez képest 2 099 Mrd Ft-tal (25,9%-kal), 10 190 Mrd Ft-ra növelték állampapír állományuk nagyságát. Ezzel részesedésük az állampapírpiacra ismét a lakossági megtakarítások fölé emelkedett. Új elemként jelent meg 2020 májusától az MNB szerepvállalása az államadósság finanszírozásában. Míg a jegybank birtokában lévő állampapírok állománya 2017-2019. közötti stagnáló volt, 39,0 Mrd Ft-ot tett ki, addig 2020 végére 1 142,0 Mrd Ft-ra nőtt.

Amennyiben a jövőben a jegybank csökkenti állampapír állományát, felmerül annak kockázata, hogy a helyette belépő befektetői finanszírozás eltolja rövidebb lejáratúvá az adósságfinanszírozást, ami növeli az adósságmegújítási kockázatot.

1.2.4. Az államadósság forint/devizaarányának és lejárat szerkezetének alakulása

Az elemzett időszakra még hatással volt az MNB által 2014-ben meghirdetett önfinanszírozási program, amely a gazdaság külső sérülékenységének mérséklését célozta meg, és a jegybanki eszköztár átalakításával a kereskedelmi banki felesleges likviditást elsősorban a forint állampapírpiac felé terelte. (MNB, 2017a) Erre

szolgált az MNB programja az irányadó jegybanki eszköz átalakításával, valamint a jegybanki kamatcsere-tenderek bevezetésével. (MNB, 2015) A jegybanki politika eszközeivel az MNB is hozzájárult, hogy az államadósság finanszírozása a hazai deviza felé tolódjon el, a külső sérülékenység, illetve kitettség, valamint az állampapírhozamok alakításán keresztül az állami kamatkidadások, így az adósságteher csökkenhessen.

A központi költségvetés adósságának forint- és devizaadósság szerinti megoszlását az egyéb kötelezettségek nélkül a 2. táblázat mutatja be:

2. táblázat

A központi költségvetés adósságának szerkezete forint és deviza megoszlás szerint egyéb kötelezettségek nélkül (2016-2020.)

Deviza- és forintadósság megoszlása	2016.12.31.	2017.12.31.	2018.12.31.	2019.12.31.	2020.12.31.
Forintadósság aránya	74,7%	78,2%	79,9%	82,6%	80,0%
Devizaadósság aránya	25,3%	21,8%	20,1%	17,4%	20,0%
Forintadósság (Mrd Ft)	18 431	20 689	22 796	24 357	29 237
Devizaadósság (Mrd Ft)	6 257	5 783	5 725	5 121	7 318
Árfolyamhatás (Mrd Ft)	-38,4	-15,6	208,8	146,5	547,0

Forrás: ÁKK 2021a, d, ÁSZ szerkesztés

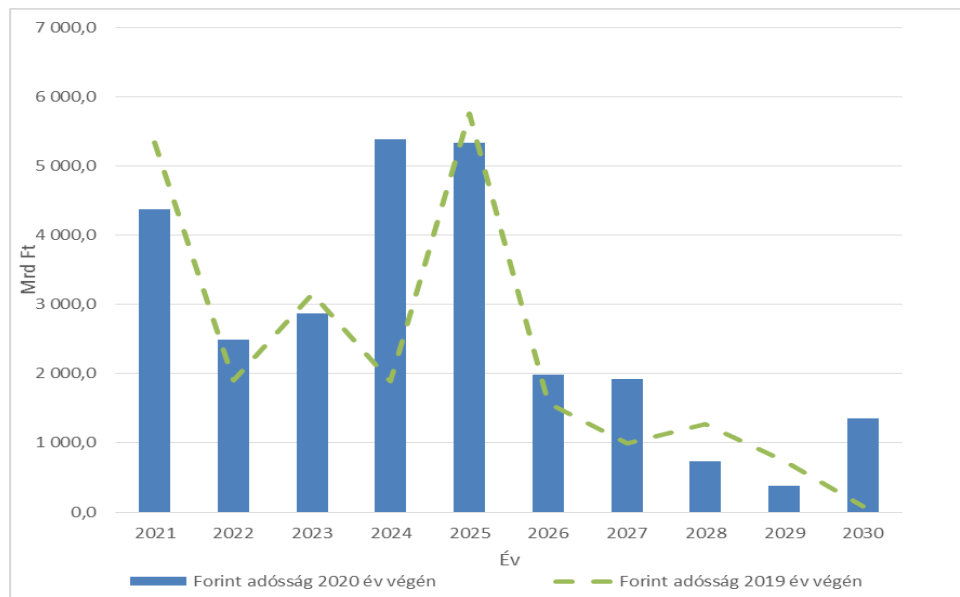
Miközben a központi költségvetés nominális adóssága 2017 és 2019 között folyamatosan nőtt, addig az adósságszerkezetben a forintadósság felé tolódott, ami 74,7%-ról 82,6%-ra emelkedett. Javult az államadósság belső finanszírozásának aránya, amely csökkentette az államadósság árfolyamkitettségét. A forint árfolyamának erősödése következtében 2016. és 2017. években csökkent a devizaadósság forintértéke, míg 2018-tól a forint árfolyamának gyengülése növelő hatással volt a devizaadósság forintértékére.

A 2017-2019. közötti folyamatos forint/devizaarány javulás a 2020. évben megfordult, a devizaarány növekedése pedig, tekintettel az utóbbi években tapasztalt forint árfolyam gyengülésre, árfolyam- illetve adósságmegújítási kockázatot hordoz az adósságfinanszírozási költségek, valamint a külső sérülékenység növekedése tekintetében. A válsággal sújtott 2020-as évben a forintadósság aránya megközelítőleg a 2018. évi szintre esett vissza. 2020 évben a forint árfolyamgyengüléséből származó árfolyamhatás növekményt elérte az 547,0 Mrd Ft-ot. A 2 197,0 Mrd Ft összegű devizaadósság növekményt emellett 1 650,0 Mrd Ft nettó devizakibocsátás (hitellehívás, illetve állampapír-kibocsátás) tette ki. (ÁKK, 2021d)

A 2020-as év adósságelemeinek lejárat szerkezete az előző évhez képest érdemben megváltozott 2020. folyamán, amelyben szerepe volt a hosszú lejáratú állampapírok jegybank által generált megnövekedett keresletének is. Ezt a változást szemlélteti a következő diagram.

A központi költségvetés forintadóssága 2019. és a 2020. év végi állományának lejárat szerkezetét az 4. ábra szemlélteti:

A központi költségvetés forintadósságának lejárat szerkezete 2019 és 2020 végén, a 2021-2030. évekre kiterjedően



Forrás: ÁKK 2021b, ÁSZ szerkesztés

Ahol a 4. ábrában a 2020. évi forintban fennálló adósságállomány törlesztési terheit bemutató oszlopok meghaladják a 2019. évi törlesztési szerkezetet jelző vonaldiagramot, azokban az években a lejáró adósság volumene 2020. év végére a 2019. év végi szint fölé emelkedett. A 2021-es lejáratú forintadósság lecsökkentésre, míg a 2022. évi megemelésre került a 2020. év folyamán, ami a költségvetési kockázatot rövidtávon csökkentette. Figyelemre méltó középtávon a 2024., továbbá a 2027. és a 2030. évben lejáró forintadósság törlesztési kötelezettségének emelkedése, amikor a lejáró forintadósság számottevő mértékben meghaladja a 2019. év végén fennálló nagyságot. Ez a lejárat szerkezet változás egyebek mellett a hosszú távú állampapír-vásárlások 2020. évi dinamikus növekedésének hatására következett be.

1.2.5. Az elemzett időszakban az MNB által fenntartott és újként bevezetett nemkonvencionális eszközök

Az MNB 2012. évi tanulmánya szerint a nemkonvencionális monetáris politikai eszközök alkalmazása akkor indokolt, ha olyan pénzügyi piaci súrlódás, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, amely miatt azok a hagyományos monetáris vagy fiskális eszközöknél eredményesebbek lehetnek. Mérsékelhetik a piaci feszültségeket, a hitelezés és a kibocsátás visszaesését, növelhetik a piaci likviditást, csökkenthetik a hozamokat. (MNB Tanulmány, 2012)

A jegybank 2013-tól kezdődően a monetáris lazítás mellett kötelezte el magát és azt – inflációs és gazdaságösztönző céljainak elérése érdekében – az elemzett időszakban is fenntartotta. Ez a jegybanki alapkamat 2017-2019. közötti 0,9%-on való stabilan tartása mellett indokoltá tette a nemkonvencionális monetáris eszközök alkalmazását is. A fenntartott és bevezetett új, nemkonvencionális jegybanki eszközök a likviditás bővítésével a hitelezést, a fogyasztást, illetve a beruházásokat is serkentették. Emellett a gazdaságban érvényesülő a rövid- és a hosszú távú kamatszintek alacsonyan tartását, ennek eredményeként az államadósság finanszírozási költségeinek csökkentését segítették.

A jegybanki kamatráfordítások csökkentését segítette a jegybank által 2016-ban bevezetett mennyiségi korlátozások keretrendszere, amelyet mint nemkonvencionális eszközt az MNB az elemzett időszakban is fenntartott. (MNB 2017a, MNB 2017 éves jelentés, MNB 2020)

Az MNB 2018 januárjától bevezette az 5 és 10 éves futamidejű kamatcsere-eszközt (MIRS) 300 Mrd Ft keretösszeggel, továbbá a célzott jelzáloglevél-vásárlási programot. A jelzáloglevél-vásárlási program

keretében 3 éves vagy annál hosszabb futamidejű jelzálogleveleket vásárolt a jegybank. Ezek a programok a kereskedelmi bankok hosszú távú, fix kamatozású hitelezési tevékenységét segítették, azonban 2018 év végén kivételre kerültek. (MNB, 2017, 2018 éves jelentés)

A vállalati szektor kedvezményes hitelezésére az MNB 2017-2018. években továbbítta a korábbi nemkonvencionális eszközöket, mint például az államadósság forint/deviza arányát javító önfinanszírozási programot, a kis- és középvállalkozások hitelezésére szolgáló 2013-ban indított Növekedési Hitelprogramot (NHP) vagy az NHP+-t. 2019-ben elindította a Növekedési Hitelprogram Fix (NHP fix) és a Növekedési Kötvényprogram (NKP) konstrukciót. Ezek a programok a beruházások ösztönzését szolgálták a GDP növekedése érdekében, ami – a mutató nevezőjének növelésén keresztül – kedvezően érintette az államadósság-mutató alakulását.

Az NHP programok esetében az MNB magára vállalta a kamatok növekedésének a kockázatát, ami negatívan érintheti a jegybanki eredményességet, és ily módon költségvetési közvetlen kockázatot jelenthet. A kamatkockázatot mérsékelte, hogy a növekedési hitelek az olcsó források növekedése mellett kerültek kihelyezésre, miközben a magasabb kamatozású, értékpapír fedezete mellett nyújtott hitelek és a jelzáloglevelek arányát folyamatosan növelte a jegybank, az NHP refinanszírozási hitelek arányának egyidejű mérséklése mellett.

2019. júliusától az NKP-ban a jegybank a hazai székhellyel rendelkező, nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, legalább B+ hitelminősítéssel rendelkező kötvényeket, valamint vállalatokkal szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírokat vásárolt. (MNB, 2019 éves jelentés, 2021j) Az NKP keretében vásárolt vállalati kötvény új típusú, kockázatosabb befektetési forma, mint a korábban megszokott jegybanki eszközök voltak. A gazdaságélénkítő hatáson kívül az NKP-hez a vállalati kötvényekre jellemző szintű nemfizetési kockázat is kapcsolódik a kamatot és a tőkét tekintve egyaránt, amelyet az MNB, illetve közvetve a központi költségvetés is visel.

A koronavírus-járvány okozta negatív pénzügyi és gazdasági hatások enyhítésére 2020-ban az MNB átalakította monetáris politikai eszköztárát, amely a likviditás hosszabb távon történő biztosítására, a rövid- és a hosszú távú hozamok alakítására irányult. A likviditásbővítés keretében kibővítésre került az MNB által befogadott fedezeti kör a nagyvállalati hitelekkel, a jegybanki partnerkör a befektetési alapokkal, bevezetésre került továbbá a hosszú jegybanki hiteleszköz. A hosszú jegybanki hiteleszköz a 3-6-12 hónapos, illetve 3 és 5 éves futamidejű, fix kamatozású, jegybanki alapkamaton kamatozó fedezett hiteleszköz. (MNB, 2020)

A 2020-ban elindított Növekedési Hitelprogram Hajrá az NHP Fix folytatásaként, annak átalakításával a kkv szektor kedvező, maximum 2,5%-os, hitelintézeteken keresztüli hitelezésére, illetve annak jegybank általi refinanszírozására szolgál. A korábbi 10 évről 20 évre megemelésre került a maximális futamidő, a maximális hitelösszeg pedig 1 Mrd Ft-ról 20 Mrd Ft-ra emelkedett. 2020. novemberétől a kkv-kon túl az NHP Hajrá a pénzügyi vállalkozásokat is refinanszírozza. Az NHP Hajrá hitelek új beruházási hitelhez, lízinghez, forgóeszközhitelhez, illetve korábbi beruházási hitelek kiváltásához kapcsolódtak. (MNB, 2020, 2021j, 2021e, 2021g)

Az újként megjelenő programokból származó többletlikviditás lekötésére 2019-től az MNB sávós kamatozású preferenciális betéte szolgál, amely az NKP és az NHP Hajrá programokhoz kapcsolódóan 2020. április 7-e utáni hitel-, valamint kötvényállomány-növekedésre 4%-os kamatot fizet 2021 közepéig, illetve végéig, programtól és hitelcélától függően. A korábbi kibocsátásokhoz kapcsolódó rész továbbra is jegybanki alapkamaton kamatozik. (MNB, 2020, 2021k)

1.3. A monetáris politika hatása az államadósság finanszírozási költségeinek alakulására 2017-2020. években

Magyarország a 2008-2009. években jelentkező adósságválságot követően 2011-től konszolidálta költségvetési helyzetét, és fokozatosan mérsékelte az államadósság-mutatót.

2017 és 2019 között az államháztartás kamatterheinek csökkenése és a GDP dinamikus növekedése a GDP arányos államadósság-mutató javulását eredményezte annak ellenére, hogy a nominális adósság növekvő tendenciát mutatott. A kormányzati szektornak a maastrichti kritériumok szerinti adóssága a GDP 74,9%-áról 65,4%-ára csökkent. (KSH, 2021b) A kedvező mutatók kialakításában szerepe volt a fegyelmezett fiskális politika mellett a jegybanki monetáris politikának is a gazdaságélénkítő intézkedésein, valamint az államadósság forrintalapú finanszírozására és az állampapírhozamokra gyakorolt kedvező hatásán keresztül.

A 2019. év végén megjelent, majd világméretűvé vált koronavírus-járvány gazdasági hatásainak visszaszorítására bevezetett kormányzati intézkedések, a vállalkozások adóterheinek csökkentése érdekében alkalmazott adóelengedések, továbbá a gazdasági visszaesés mérséklését célzó állami programokhoz kapcsolódó kiadások egyenlegrontó hatással voltak a költségvetési deficitre. 2020. évben a GDP arányos költségvetési deficit mértéke a korábbi 3% alatti mértékről 8,1%-ra emelkedett. (PM, 2021)

A kormányzati szektor adósságának és konszolidált kamatkidadásainak alakulását a 3. táblázat mutatja be:

3. táblázat

A kormányzati szektor adósságának és kamatköltségeinek alakulása 2016-2020. években

Megnevezés	2016	2017	2018	2019	2020
	végleges	végleges	végleges	előzetes	becsült
Kormányzati szektor bruttó adóssága (Mrd Ft) ESA	27 100,8	28 311,9	29 962,6	31 122,4	38 408,0
Az adósság változásának üteme előző évhez képest (%)	-	4,5%	5,8%	3,9%	23,4%
Ebből rövid lejáratú adósság (ESA/EDP) (Mrd Ft)	4 848,8	5 048,6	5 228,7	3 393,2	2 794,7
Rövid lejáratú adósság aránya (%)	-	17,8%	17,5%	10,9%	7,3%
Kormányzati szektor konszolidált kamatkidása (Mrd Ft)	1 117,9	1 040,2	1 011,8	1 060,6	1 128,0
Változás az előző évhez képest (Mrd Ft)	-	-77,7	-28,5	48,8	67,5
Kumulált változás 2016 évet bázisnak tekintve (Mrd Ft)	-	-77,7	-183,8	-241,2	-231,0

Forrás: KSH (2021b) 2020. évi II. és (2021e) Eurostatnak küldött 2021.03.31-ei EDP jelentés alapján, ÁSZ szerkesztés, Letöltés: 2021.04.20.

2017-2019. években a kormányzati szektor adóssága a volumen tekintetében évről-évre 4-6%-kal nőtt. 2017-2019. években a MNB-nél tartott pozitív kamatozású banki betétek mennyiségi korlátozása hozzájárult a hosszabb futamidejű, hazai fizetőeszközben kibocsátott államkötvények iránti kereslet növekedéséhez. Hatására az adósságon belül csökkent a rövid lejáratú adósság aránya, vagyis meghosszabbodott az államadósság átlagos futamideje. Ez az éves bruttó finanszírozási igény csökkentésével mérsékelte az államadósság finanszírozási kockázatát.

A jegybanki monetáris politikai intézkedések – a rövid- és hosszú távú kamatszint csökkentésével – az elemzett időszakban mérsékeltek az adósságszolgálati költségeknek a nominális adósságszinthez képesti emelkedését. 2017-2018. években a kormányzati szektort terhelő konszolidált kamatkidás a nominális adósságnövekedés ellenére is csökkent. A kamatkidás azonban 2019-től növekedésbe fordult, 48,8 Mrd Ft-tal nőtt az előző évhez képest.

A 2016. évet bázisnak tekintve – a volumennövekedés és a monetáris politika által befolyásolt kamatszint csökkenés együttes hatása – a 2017-2019-es időszakban a költségvetésnek 241,2 Mrd Ft adósságszolgálati költségmegtakarítást jelentett.

2020-ban a koronavírus-járvány miatt kialakult válság hatására az adósságszolgálati kiadások tekintetében fordulat következett be. A nominális adósságnövekedés a továbbra is csökkenő kamatok ellenére a 2019. évihez képest 67,5 Mrd Ft-tal emelte meg kormányzati szektor nettó kamatkidását. 2020. évben – a 2021. áprilisi becslét adatok szerint – az előző évhez képest 23,4%-kal (7 285,6 Mrd Ft-tal) nőtt a kormányzati szektor nominális adóssága a válságkezelés miatt jelentkező állami kiadások hatására. 2020-ban a közel negyedével megemelkedett nominális adósság miatt – alacsony kamatszint mellett is – az adósságszolgálat költsége meghaladta a 2016. évi szintet. A 2020. év végi bruttó adósság 38 408,0 Mrd Ft, a maastrichti adósságráta 80,4% volt. (ÁKK, 2021e)

Az államadósság kamatainak csökkenését a monetáris politika által befolyásolt hozamok és kamatok mérséklődése mellett a fiskális és monetáris politika jó együttműködése okozta. A fiskális politika az elemzett időszakban nem volt túl költséges, ezért a monetáris politika által fenntartott alacsony alapkamat mellett is biztosítható volt a pénzügyi egyensúly, ami alacsonyabb kamatokat eredményezett az állampapírhoz is.

2. Az MNB eredményességének alakulása, és ennek költségvetési hatásai 2017-2020. években

2.1. Az MNB közvetlen költségvetési kockázatokat befolyásoló mérlegtételeinek értékelése

2.1.1. A mérlegstruktúra legfontosabb eredményt befolyásoló tényezői 2007-2020. első félévében

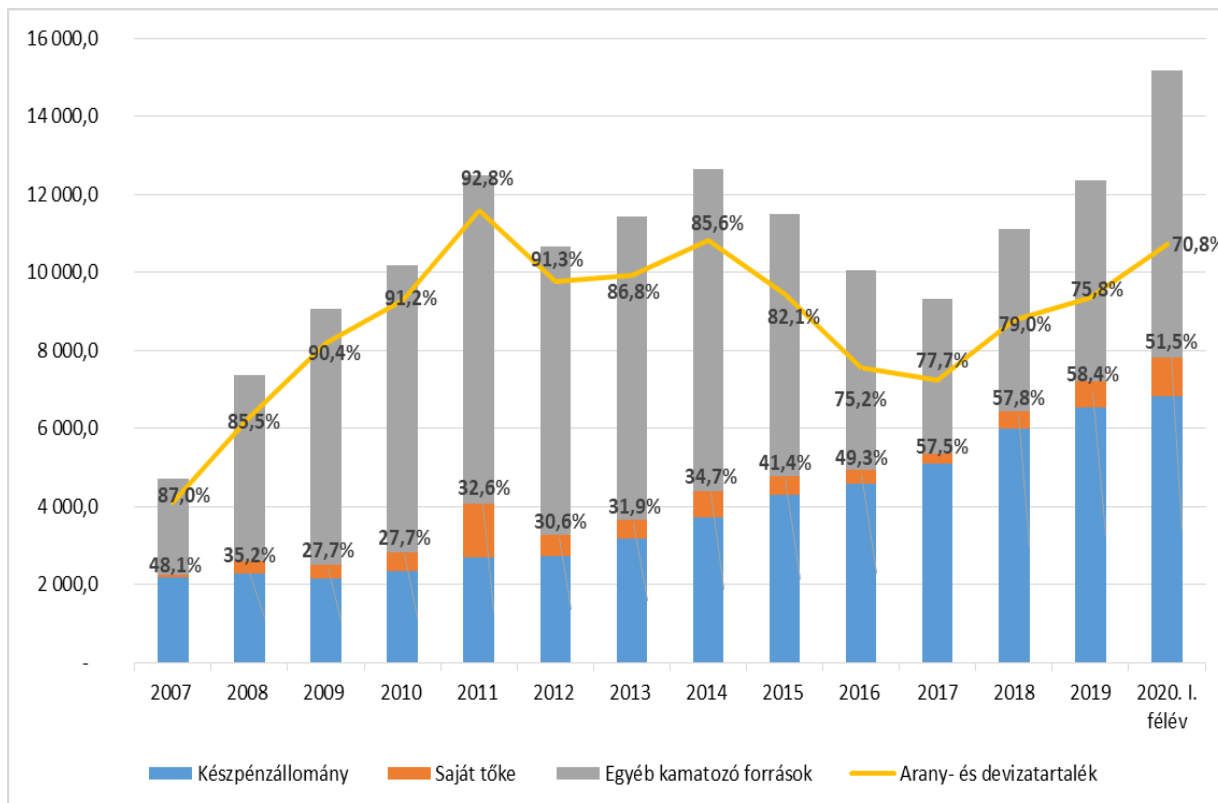
Az MNB 2017-2020. első félévében elért eredményének alakulását mérlegének szerkezete, illetve összetétele is befolyásolta. A mérlegstruktúrából adódóan egyrészt az eszközhozamok és forrásköltségek különbsége, a másrészt a vagyoni értékelődéséből realizált eredmény volt hatással az MNB eredményességére. A jegybank magasabb arányú devizatartalékolása növeli az MNB veszteségességének kockázatát, mert a tartalékokat likvid és/vagy alacsony kockázatú eszközökben kell tartani, melyek hozama jellemzően alacsonyabb, mint a devizatartalékolást finanszírozó források költsége. A veszteségessé válás kockázatát mérsékli, ha a tartalékokat finanszírozó forrásokhoz a jegybank olcsón, a jegybanki alapkamattal alacsonyabb vagy azzal közel megegyező költségen tud hozzájutni.

A nemzetközi tartalékok aránya a mérlegfőösszeghez viszonyítva azért kiemelten fontos, mivel hatással van a jegybanki betétek kamatbevételeinek nagyságára, illetve alakulására. Nem hagyható azonban figyelmen kívül, hogy a tartalék nagyságának meghatározása esetében a biztonság megelőzi az eredményességi megfontolásokat. 2017-2021. első féléve közötti időszakban a devizatartalékok arányának csökkenését a magyar gazdaság külső egyensúlyának javulása tette lehetővé.

A jegybank kamateredménye szempontjából nem mellékes az sem, hogy az olcsó források aránya mekkora a mérlegfőösszegben belül, mert a források miatti kamatráfordítások csökkennek az olcsó források arányának növekedésével. A hosszabb távon érvényesülő tendencia érzékeltetése érdekében ezek alakulását a 2007-2020. első félévét tartalmazó időszakra vonatkozóan mutatja be az elemzés.

Az ÁSZ által a korábbi elemzéseivel, valamint jelen elemzésével érintett időszakban az MNB eredményességét befolyásoló ingyenes (készpénzállomány, saját tőke) és kamatozó források (az 5. ábrában egyéb források) összetételének, valamint az arany- és devizatartalék nagyságának alakulását mutatja be az 5. ábra. Az alsó számsor az ingyenes források százalékos arányát mutatja.

Az MNB forrás szerkezetének, valamint arany- és devizatartalékának, továbbá az olcsó források és a devizatartalék arányának alakulása 2007-2020. első félév között (Mrd Ft, %)



Forrás: MNB 2007-2019. éves és 2020. féléves beszámolójának adatai alapján ÁSZ szerkesztés

2007-2011. között az arany¹- és devizatartalék aránya – 2008. kivételével – a mérlegfőösszegeken belül egyre növekedett, ami a pénzügyi válság idején szükségszerű volt-, és elérte a mérlegfőösszeg 92,8%-át. Majd 2012-től 2016-ig erőteljes csökkenésnek indult, 91,3%-ról 75,2%-ra csökkent. A 2017-2018. években némi emelkedés volt tapasztalható, majd 2019-2020. években ismét érdemi csökkenés következett be. A devizatartalékok arányának csökkenésével az olcsón kamatozó eszközök aránya a jegybank mérlegében csökkent. Lehetővé vált egyúttal magasabban kamatozó eszközök kihelyezése, illetve vásárlása, ezzel az eszközhozamok emelése.

A saját tőke és a készpénzállomány, mint olcsó forrás aránya 2007-2010. között csökkenő (48,1%-ról 27,7%-ra), 2011-től növekedő trendet mutatott (32,6%-ról 49,3%-ra). A 2007. évi szintet 2016. évben érte el és haladta meg, majd azt követően további növekedés történt. Az olcsó források aránya a mérlegben 2019-ben volt a legmagasabb (58,4%). Az aránynövekedés a kamatköltségek csökkenését eredményezte. A devizatartalékok csökkenésével és az olcsó források emelkedésével járó arányeltolódások a 2013-as évtől kezdődően – a kamateredmény növelésével, illetve stabilizálásával – javították az MNB eredményességét.

Az olcsó források aránya a korábbi évekhez képest 2020. első félévében csökkent a mérlegben, ami növelte a kamateredmény csökkenésének kockázatát. Emellett viszont kedvező irányú elmozdulást okozott, hogy az arany- és devizatartalék aránya az előző évhez képest 5,0 százalékponttal csökkent (70,8%-ra), miközben az arany- és devizatartalékon belül az arany aránya nőtt. Az elemzett időszak mérlegeinek adatait a 2. számú melléklet mutatja be részletesen.

Nemzetközi összevetésben a magyar jegybanknak 2017. évben az éves GDP-hez képest kifejezetten alacsony volt a mérlegfőösszege, amelynek fő oka az volt, hogy az MNB 2015-től mérlegszűkítő technikákkal

¹ Az aranykészlet a 2018. évi vásárlást követően emelkedett.

(mennyiségi korlátozással, kizorítással, a sterilizációs állomány apasztásával) folytatott laza monetáris politikát. A magyar gazdaság kiegyensúlyozott növekedése, a külső sérülékenység elért csökkenése 2015-től lehetővé tette a devizatartalékok arányának csökkentését, ezért az MNB 2017-ig tudatosan leépítette azokat. Ebben szerepet játszottak az önfinanszírozási és a lakossági devizahitelek forintosítási programjai. Az önfinanszírozási program végrehajtásával, a likvid banki eszközök állampapírpiacon terelésével a mérlegben 2015-2017 években jelentősen csökkent a banki betét/letét állomány, ami javította az MNB nyereségességét (Matolcsy, 2020)

A mérlegfőösszeg 2017. évi csökkenése együtt járt az olcsó források (egynapos betét, saját tőke és készpénzállomány) részarányának növekedésével, ami 2017. évben a források 70,6%-át tette ki. A mérleg főösszegének 2018-tól bekövetkező emelkedése önmagában nem rontotta a kamateredményt, mert olcsó források finanszírozták a mérlegbővülés nagy részét. Mindezek a jegybank kamatkockázatát mérsékeltek. (Csontos, Nagy-Kékesi, 2020) A mérlegfőösszeg növekedésének 2018-ban 46,6%-át, 2019-ben 94,2%-át ingyenes (készpénz, saját tőke), vagy a kamatráfordítás helyett kamatbevételt hozó források (egynapos betétek) állománya tette ki. A mérlegbővülés így nem jelentett érdemi költségnövekedést a forrásoldalon.

A jegybank mérlegfőösszege 2017. év végére az előző évi bázishoz viszonyítva 7,4%-kal (9 307,8 Mrd Ft-ra) szűkült, illetve a GDP arányos mérlegfőösszeg a 2016. évi 27,8%-os szintről 23,7%-ra csökkent. A nemzetközi környezethez képest 2018-2019 években sem volt számottevő arányú (26% körüli) a GDP-hez viszonyítva a magyar jegybank mérlegfőösszege. Szűk mérlegének köszönhetően az MNB-nek az átlagnál nagyobb mozgástere volt a koronavírus válság kitörésekor a gazdaság élénkítésére. Ezt kihasználva az MNB a 2017. évihez képest 2020-ban a GDP mintegy 38,0%-ára bővítette mérlegét.

A 2020. évben a jelentős mértékű mérlegbővülés a nemzetközi tendenciákkal összhangban következett be, amiben a 2020 májusában elindított eszközvásárlási programok játszottak leginkább szerepet. Ennek keretében 2020. első félévében állampapírokat (149,0 Mrd Ft-ot), vállalati kötvényeket (261,0 Mrd Ft) és jelzálogleveleket (éves vásárlás 60,5 Mrd Ft, félév végi állomány 454,4 Mrd Ft) vásárolt az MNB aukciókon és a másodlagos piacon azzal a céllal, hogy csökkentse a hosszú hozamokat, segítve ezzel a megnövekedett költségvetési hiány finanszírozását. A magasabb hozamú eszközök arányának növekedése a mérlegben jótékony hatással volt a kamatbevételek emelkedésére.

2.1.2. A követelések és kötelezettségek alakulása

Az MNB forintban és devizában fennálló követeléseinek és kötelezettségeinek 2016-2020. első féléve közötti megoszlását részletezi a 4. táblázat:

4. táblázat

Az MNB forintban, illetve devizában fennálló követeléseinek és kötelezettségeinek megoszlása 2016-2020. első féléve között

Megnevezés	2016	2017	2018	2019	2020. I. félév
Követelések forintban (%)	16,1	14,0	13,1	16,5	22,3
Követelések devizában (%)	83,9	86,0	86,9	83,5	77,7
Összes követelés (Mrd Ft)	9 877,0	9 164,6	10 864,4	12 077,4	14 845,0
Kötelezettségek forintban (%)	81,3	83,8	82,7	82,3	84,2
Kötelezettségek devizában (%)	18,7	16,2	17,3	17,7	15,8
Összes kötelezettség (Mrd Ft)	9 631,9	8 975,6	10 480,3	11 480,5	13 978,5

Forrás: MNB 2016-2019. éves és 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A jegybank eszközeiben 2017-2020. között meghatározó (87-78% közötti) súlyú volt a devizában fennálló követelések aránya, míg forrásszerkezetében a devizában fennálló kötelezettségek 2017-2019. években növekedtek, 2020-ban csökkentek, arányuk 16-18% körül szóródott. Az elemzett időszakban a devizatartalékolás veszteségességének kockázata a devizakövetelések jelentős (a 2016. évi bázishoz képest 2020. június 30-ára 42,6%-os) bővülése miatt a korábbi években fennálló kockázatokhoz képest növekedett.

A forintban fennálló kötelezettségek a mérlegben egyre nagyobb volument képviseltek, arányuk 82,0-84,0% körüli volt. Mérsékelte a forrásköltségek emelkedésének kockázatát az alacsonyan tartott alapkamat, valamint a kamatfolyosó alján mozgó egynapos betéti kamat, továbbá a mérlegben lévő készpénzállomány 45-55% közötti aránya.

Az elemzett időszakban a forintkötelezettségek összetételét és mérlegfőösszeghez képesti arányát, továbbá kamatszintjét mutatja be az 5. táblázat:

5. táblázat

**Az MNB mérlegének forrásoldalán lévő főbb betétek összege és aránya, kamatszintje
2016-2020. első féléve között (Mrd Ft,%)**

Megnevezés	2016	arány %	2017	arány %	2018	arány %	2019	arány %	2020. I. félév	arány %	Fizetett kamat mértéke
Egynapos (O/N) betét	879,3	8,7	1 215,3	13,1	988,6	8,9	1 355,5	11,0	264,2	1,7	kamatfolyosó alja
Saját tőke	372,0	3,7	242,4	2,6	434,4	3,9	682,9	5,5	986,1	6,5	0%
Készpénzállomány	4 580,6	45,6	5 114,0	54,9	5 997,8	53,9	6 530,4	52,9	6 825,0	45,0	0%
Olcsó vagy ingyenes források összesen	5 831,9	58,0	6 571,7	70,6	7 420,8	66,7	8 568,8	69,4	8 075,3	53,2	alapkamat alatt kamatozó betétek
egyhetes betétek									1 646,4	10,9	alapkamat vagy azt meghaladó
Háromhónapos betétek	900,0	9,0	75,0	0,8							alapkamat
Pénzforgalmi számlák állománya	631,8	6,3	673,2	7,2	461,9	4,2	897,8	7,3	861,3	5,7	alapkamat alatt, kivéve preferenciális betét
Kintári Egységes Számla (KESZ)	785,2	7,8	380,4	4,1	1 136,3	10,2	599,1	4,9	1 165,6	7,7	alapkamat alatt, kivéve a lekötött betétek
Egyéb kamatozó betétek	876,3	8,7	0,0	0,0	19,8	0,2	40,0	0,3	95,5	0,6	alapkamat felett
Mérlegfőösszeg	10 054,9	100,0	9 307,8	100,0	11 129,4	100,0	12 347,9	100,0	15 171,9	100,0	

Forrás: MNB 2016-2019. éves és 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A 2017-2019. évben a mérleg forrásoldalán a 0%-on vagy az alatt kamatozó források (egynapos betétek, saját tőke, készpénzállomány) a mérlegfőösszeg 70,6%-át, 66,7%-át, valamint 69,4%-át tették ki. A 2016. évi 58,0%-os arányhoz képest ez lényeges változást jelentett, mivel jelentősen nőtt az ingyenes források aránya, ami a kamatráfordítások csökkenésének irányába hatott, ezzel a forint kamateredmény növekedését eredményezte.

2017-2019-ben az ingyenes források (készpénz, egynapos betét, saját tőke) részarányának szinten tartásával az MNB eredményessége javult, mert a mérlegfőösszeg 2018-tól jelentkező növekedését az ingyenes források növekedési üteme jellemzően meghaladta. Sajátosság volt az ellenőrzött időszakban, hogy az egynapos betét kamata negatív volt, így annak állományára kamatráfordítás nem jelentkezett, hanem kamatbevételt okozott.

2020. első félévére az olcsó források aránya 53,2%-ra, a 2016. évi szint alá csökkent, mert az egynapos (O/N) betét helyett az alapkamaton kamatozó, 2020. áprilisától aktivált egyhetes betétben helyezték el a bankok a felesleges forrásaikat. Emiatt a jegybanknak a korábbi évekhez képest magasabb kamatráfordítása jelentkezett, ami csökkentette a forint kamateredményt.

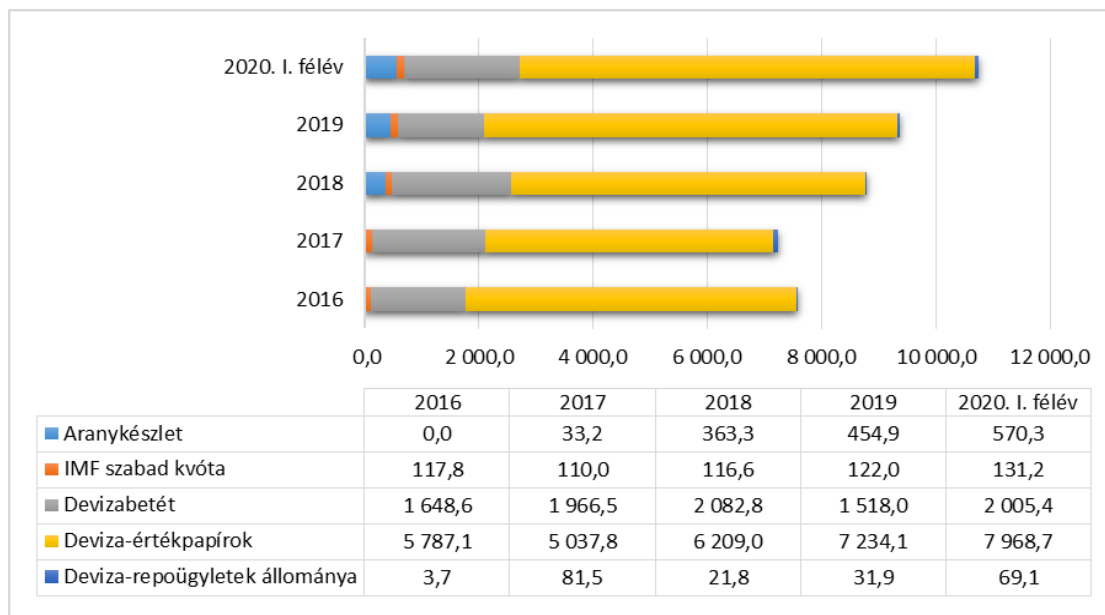
A mérleg eszköz oldalán, a devizakövetelések között kerülnek kimutatásra az arany- és devizatartalékok, a központi költségvetéssel szembeni devizakövetelések, a hitelintézetekkel szembeni devizakövetelések és az egyéb devizakövetelések. A devizában nyilvántartott követeléseken belül az arany- és devizatartalék részaránya volt a legnagyobb, ami 2019-ig folyamatosan emelkedett. 2020. első félévében enyhén mérséklődött, de így is 93,1%-ban határozta meg a mérleg sor alakulását.

A devizatartalék állományának 2017-től folyamatos emelkedése elsősorban az EU-transzfereknek volt köszönhető. Az elemzett időszakban ÁKK adósságkezelési tevékenysége és a Magyar Államkincstár (MÁK) nem adósságfinanszírozáshoz kapcsolódó devizakonverziói is hatással voltak a devizatartalék alakulására. (MNB, 2017-2019 éves jelentések)

Az arany- és devizatartalék mérleg sor tartalmát és nagyságát a 6. ábra mutatja be:

6. ábra

Az arany- és devizatartalék összetételének változása 2016-2020. első féléve között (Mrd Ft)



Forrás: MNB 2016-2019. éves, 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Az MNB arany- és devizatartaléka a 2016. évi bázishoz képest 2017-2020. első féléve között 3 187,4 Mrd Ft-tal nőtt, 2020. első félévének végén 10 744,7 Mrd Ft-ot tett ki. A devizatartalékok 2017-ben csökkentek, növelésükre 2018-2020. között került sor. Ennek következtében a devizatartalékok közel ötödének MNB általi beváltása már akkor történt, amikor a forint árfolyama viszonylag gyenge volt, ezért magas bekerülési értéken szerepel a mérlegben. (Az euró átlagos bekerülési értéke az MNB elszámolásaiban 2017-ben 303,18, 2018-ban 309,74, 2019-ben 316,55, 2020. június 30-án 328,65 Ft volt)². Arra való tekintettel, hogy a devizatartalékok átlagos bekerülési árfolyama a jegybank mérlegében megnőtt, fennáll a veszélye, hogy a deviza eladásával, valamint átváltásával az MNB kisebb árfolyam-nyereséget tud majd realizálni. Ez azt eredményezi, hogy a 2019-2020. első félévében tapasztalt pozitív kockázat az árfolyameredmény tekintetében rövidtávon nem következik be.

Az aranykészlet mennyiségét az MNB az elemzett időszakban, 2018 októberében 3,1 tonnáról 31,5 tonnára növelte, amely következtében 2018. évben 330,1 Mrd Ft-tal nőtt az aranytartalék nyilvántartott értéke. 2019-ben és 2020. első félévében az arany árának emelkedése a tartalékállományra is hatással volt, ezért annak könyvszerinti értéke tovább emelkedett. A 2018-ban vásárolt 31,5 tonna arany világpiacon egy év alatt mintegy 20,0%-kal emelkedett. Az árfolyam emelkedéséből származó eredményt a jegybank önkötéssel 2019-ben realizálta, melynek hatására magasabb árfolyammal került be a mérlegbe az arany az átkötést követően. A műveletnek meghatározó jelentősége volt a 2019. évben keletkező realizált eredményben, abból mintegy 90,0 Mrd Ft-ot jelenthetett.

Az arany további áremelkedése pozitív hatást gyakorolhat az MNB következő években keletkező eredményére is úgy, hogy közben nem csökken a nemzetközi tartalék nagysága. Ezt tovább növelheti, hogy 2021-ben az MNB 2020. évi aranytartalékának mennyiségét megháromszorozta. Az MNB közleménye szerint az aranyvásárlásban szerepe volt a koronavírus-járvány miatt megugró kockázatoknak, mint a globálisan megugró államadósságnak, továbbá a gazdaság újraindításához kapcsolódó inflációs félelmeknek. (MNB Sajtóközlemények, 2021.)

² Az euró hivatalos árfolyama év végén 2017-ben 310,14, 2018-ban 321,51, 2019-ben 330,52, 2020.06.30-án 356,57 Ft volt.

Az egyéb devizatartalékok növekedése az árfolyamváltozás, továbbá az MNB 2018-tól megváltoztatott befektetési politikájának következtében emelkedett. Növekedésére hatással volt továbbá a jegybankmérleg bővülése és államadósság-állomány forint/devizaarányának változása is.

Amikor a forintkövetelések kisebb arányt képviselnek a jegybanki mérlegben, mint a forintforrások, akkor a forintkamatok bevételeinek és kiadásának különbözete általában negatív, ami negatív forint kamateredményt okoz. Annak ellenére, hogy az MNB mérlegének összetétele is ennek megfelelő volt az elemzett időszakban, mégis – az alacsony betéti kamatoknak köszönhetően – a forint kamatok egyenlege 2017-től pozitívvá vált és maradt. Ez kedvező elmozdulás volt a korábbi időszakban tapasztaltakhoz képest. A devizakamatok bevételeinek és kiadásának különbözete pedig azért volt pozitív, mert az eszközök nagyobb arányban álltak devizában, mint a források.

A kihelyezett eszközök kamatának (hozamának) alakulása a kamatszinttől és az eszközök összetételétől függött. A kamatozó forintkövetelések nagyságát és a mérlegfőösszegen belüli arányát mutatja be a 6. táblázat:

6. táblázat

A forintban lévő követelések összege és aránya 2016-2020. első féléve között (Mrd Ft, %)

Megnevezés	2016	arány %	2017	arány %	2018	arány %	2019	arány %	2020. I. félév	arány %
Értékpapír fedezete mellett nyújtott hitel	120,0	1,2	13,2	0,1	73,2	0,7	387,9	3,1	1 249,0	8,2
Jelzáloglevelek	10,8	0,1	10,3	0,1	402,1	3,6	393,8	3,2	454,4	3,0
NHP refinanszírozási hitelek	1 415,0	14,1	1 216,7	13,1	908,2	8,2	967,1	7,8	1 114,7	7,3
Egyéb hitelintézeti követelések	2,7	0,0	7,7	0,1	6,4	0,1	6,6	0,1		0,0
Központi költségvetéssel szembeni forintkövetelések	39,2	0,4	39,2	0,4	39,2	0,4	39,2	0,3	204,1	1,3
Mérlegfőösszeg	10 054,9	15,8	9 307,8	13,8	11 129,4	12,8	12 347,9	14,5	15 171,9	19,9

Forrás: Az MNB 2016-2019. éves 2020. féléves beszámolója alapján ÁSZ szerkesztés

A jegybanki eszközök közül az NHP refinanszírozási hiteleken nem keletkezik kamatbevétele az MNB-nek, mivel azt 0%-on bocsátja a finanszírozó bankok rendelkezésére. Így arányának növekedése kedvezőtlenül érinti a jegybank kamatbevételeit. Az NHP refinanszírozási hitelek aránya 2017-2018. években csökkenő volt. Az egyéb eszköz oldali forintkövetelések mindegyike alapkamat felett kamatozik, amelyek kamatszintje a vállalati kötvények bevezetésével 2019-től emelkedett. A 2019. évben a kamatbevételek csökkenését okozta az NHP fix program beindítása, a jelzáloglevelek állományának 2018. és 2020. évi növekedése pedig emelte a kamatbevételeket.

2020-tól a hosszú távú fedezett hitelek kihelyezése és államkötvény-vásárlások szintén kedvezően érintették a realizálható kamatbevételek nagyságát, amelyet azonban mérsékelt az NHP Hajrá programhoz kapcsolódó NHP refinanszírozási hitelek 2020. évi emelkedő állománya.

2.1.3. A tartalékok alakulása és az átértékelési hatás

Az elemzett időszakban az eredménytartalék és a kiegyenlítési tartalékok egyik évben sem rendelkeztek negatív egyenleggel. A költségvetésnek térítési kötelezettsége nem keletkezett, így az MNB monetáris tevékenysége miatt közvetlen költségvetési kockázat nem merült fel. A 7. táblázat bemutatja, hogy miként alakultak az MNB-nek azok a tartalékai, amelyeknek a negatív összegűvé válása esetén a költségvetésnek fizetési kötelezettsége keletkezett volna.

**A költségvetés térítési kötelezettség szempontjából érzékeny MNB mérlegadatok alakulása
2016-2020. első félévében (Mrd Ft)**

Megnevezés	2016	2017	2018	2019	2020. I. félév
Tárgyévi eredmény	54,3	38,3	47,8	254,7	217,2
Eredménytartalék	107,9	162,2	200,4	198,2	202,9
Forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka	182,5	28,0	169,6	187,8	490,5
Deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka	17,4	3,9	6,6	32,2	65,5
Kiegyenlítési tartalékok összesen	199,8	31,9	176,2	220,0	556,0
Központi költségvetés kiegyenlítési tartalékok miatti térítési kötelezettsége	0	0	0	0	0
Saját tőke részét képező tartalékok összesen	307,7	194,1	376,6	418,2	758,9
Fizetett osztalék	50,0	0,0	0,0	50,0	250,0

Forrás: MNB 2016-2019. éves és 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

A monetáris politikai intézkedések következtében az elemzett időszak egyik évében sem volt veszteséges az MNB tevékenysége, így a veszteségesé válás miatt a költségvetésnek térítési kötelezettsége nem keletkezett. Sőt az esetleges veszteségre fedezetet nyújtó eredménytartalék emelkedő trendje érvényesült annak ellenére, hogy az eredményből 2019. évben 50,0 Mrd Ft, míg 2020. évben 250,0 Mrd Ft osztalék került kifizetésre a központi költségvetés részére. A Saját tőke részét képező tartalékok a 2016. évi bázishoz képest 2020. első félévére közel 2,5-szeresére emelkedtek, csökkentve ezzel a költségvetés közvetlen kockázatait.

A kiegyenlítési tartalékok az MNB saját tőkéjének részét képező olyan tartalékok, melyeket negatív egyenleg esetén a negatív egyenleg mértékéig a központi költségvetés a tárgyévét követő év március 31-ig a megfelelő kiegyenlítési tartalék javára megtérít.

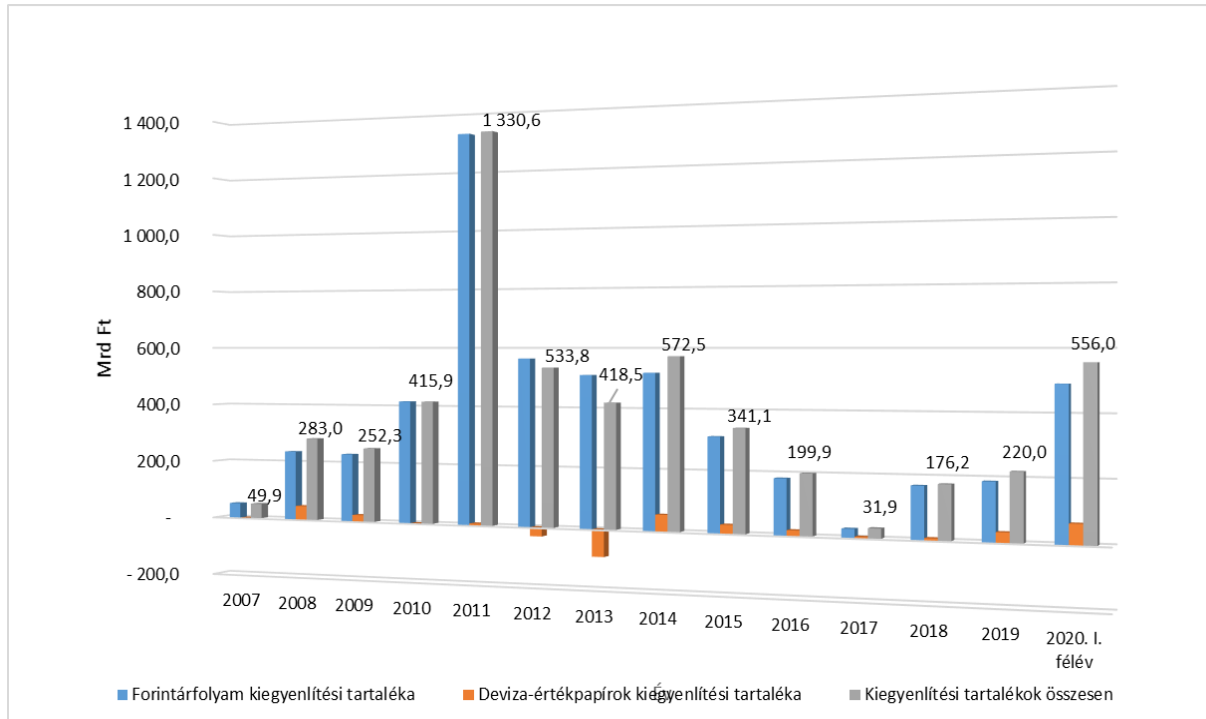
A közvetlen költségvetési kockázat fennállására tekintettel a kiegyenlítési tartalékok értékelését 2013. és 2018. évi elemzéseiben is részletesen értékelte az ÁSZ. A kiegyenlítési tartalékok 2007-2020. első féléve közötti hosszú távú alakulásának értékelése rávilágít arra, hogy az egyes, az átértékelésre hatást gyakorló tényezők (árfolyamváltozás, a bekerülési érték növekedése, a devizatartalékok nagyságának változása) milyen elmozdulásokat okoztak a kiegyenlítési tartalékok nagyságában. A hosszabb időszak tapasztalatai a középtávú kockázatok felismerését jobban segítik.

Az elemzett időszakban a kiegyenlítési tartalékok pozitív egyenlegének köszönhetően költségvetési kockázat nem realizálódott. 2007-2016. között sem fordult elő, hogy a kiegyenlítési tartalékok együttes összege negatívba fordult volna, mert az MNB saját tartalékai a 2012-2013. évi negatív egyenlegű deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékára fedezetet biztosítottak. (2013-ig azonban más törvényi szabályok voltak hatályban, amelyek már egyes tartalékok negatívvá válása esetén is fizetési kötelezettséget keletkeztettek a központi költségvetés számára.)

A kiegyenlítési tartalékok 2007-2020. első félévi nagyságának alakulását mutatja be a 7. ábra:

7. ábra

Az MNB kiegyenlítési tartalékainak alakulása 2007-2020. első féléve között (Mrd forint)



Forrás: MNB 2007-2019. éves és 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Az ÁSZ korábbi és jelen elemzéseivel érintett időszakban a kiegyenlítési tartalékok együttes összege folyamatosan pozitív összegű volt. Kiemelkedő nagyságrendet 2011-ben képviselt, amelynek oka az aktuális hivatalos árfolyam és az átlagos bekerülési árfolyam közötti eltérés növekedése volt. A forintárfolyam kiegyenlítési tartalékában 2011-re felhalmozódott óriási többlet a forint nagymértékű gyengülése következtében alakult ki, ami azonban egyik évről a másikra akár többszáz Mrd Ft-os ingadozásokat is produkált a forint erősödése következtében. A deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékának ingadozását az átértékelésre kerülő devizaállományok (nettó devizapozíció) változása okozta. A 2014. évben még magas kiegyenlítési tartalék a forintárfolyam 2015-2017. évi erősödésének, valamint a mérleg szűkülésének és a devizatartalék csökkenésének következtében 31,9 Mrd Ft-ra csökkent, ami az időszak legalacsonyabb kiegyenlítési tartalék-állományát eredményezte. A 2018-2020. első félévi folyamatos növekedés a devizatartalék növekedésével és az árfolyam gyengülésével függött össze. 2020 végén az euróért 17,4%-kal több forintot kellett adni, mint 2016 végén.

A forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka a nem realizált átértékelési eredményt mutatja, amit az átértékelésre kerülő devizaállományok nagysága, valamint az aktuális hivatalos árfolyam és az átlagos bekerülési árfolyam eltérése határoz meg. A forintárfolyam kiegyenlítési tartalékában 2020. első félévére jelentős összeg (490,5 Mrd Ft) halmozódott fel. Magas összegére tekintettel rövidtávon annak negatívvá válása miatt nem áll fenn a költségvetés fizetési kockázata, de a forint erősödése esetén, hosszabb távon kockázat forrásává válhat.

A deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka – az MNB portfóliójában lévő értékpapírok piaci értékkülönbözete – 2012-2013. évek kivételével minden évben pozitív volt. 2012-2013 végén az MNB portfóliójában lévő értékpapírok piaci értékkülönbözete a hozamváltozások hatására negatív egyenleget mutatott. A központi költségvetésnek mégsem keletkezett térítési kötelezettsége az MNB felé, mert a kiegyenlítési tartalékok összevont egyenlege pozitív volt. (ÁSZ, 2018)

A 2017. évben a jegybankmérleg szűkülése és a forint erősödése, valamint a nemzetközi tartalékok alacsony

szintje miatt volt mindössze 3,9 Mrd Ft a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartalékának összege. A 2018. évi növekedés a nemzetközi tartalék összegének emelkedése és a forint gyengülése miatt következett be. A 2019-2020. években a forint árfolyamának gyengülése mellett az MNB megújult befektetési stratégiája okozta az emelkedést.

Az elemzett időszakban a tartalékok átértékelődése – megkülönböztetve az átértékelési hatást, valamint a realizált nyereséget vagy veszteséget – az MNB kiegyenlítési tartalékára és eredményességére a 8. táblázat szerinti hatást gyakorolta:

8. táblázat

A devizaállományok árfolyamváltozásának teljes átértékelési hatása 2016-2020. első félévében (Mrd Ft)

Megnevezés	2016	2017	2018	2019	2020. I. félév
Árfolyamváltozásból származó eredmény (realizált és konverziós)	95,1	61,4	74,0	229,1	206,6
Kiegyenlítési tartalék változása a mérlegben (nem realizált átértékelési eredmény)	-130,1	-154,4	141,6	18,2	302,9
Árfolyamváltozásból származó teljes hatás	-35,0	-93,0	215,6	247,3	509,5

Forrás: MNB 2016-2019. éves és 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Az árfolyamváltozásból származó teljes átértékelési hatás 2016-2017. években negatív volt, ami a forint erősödésével, az átlagos bekerülési árfolyam és hivatalos árfolyam közötti különbség csökkenésével volt összefüggésben. 2017-ben a teljes nettó átértékelési hatás 93,0 Mrd Ft veszteséget mutatott. A 2018-2019. év és 2020. első félévében a teljes átértékelési hatás pozitívrá változott, mivel a forint árfolyama gyengült, valamint a devizatartalék összege emelkedett. A teljes nettó átértékelési hatás 2018-ban 215,6 Mrd Ft, 2019-ben 247,3 Mrd Ft, 2020. első félévében 509,5 Mrd Ft nyereség volt.

A napi nettó devizapozíció változásával együtt járó értékesítések és konverziók során az MNB 2017-ben 61,4 Mrd Ft, 2018-ban és 74,0 Mrd Ft-ot, 2019-ben 229,1 Mrd Ft, 2020. első félévében 206,6 Mrd Ft árfolyamnyereséget realizált. A devizaadások minden évben az ÁKK-adósságkezelési műveleteihez, illetve az arany és devizatartalék kezeléséhez kapcsolódtak.

Figyelemre méltó, hogy 2019-ben az árfolyamváltozásból származó realizált és konverziós eredmény erőteljesen megugrott, miközben a nem realizált árfolyamhatás csökkent. Ez összefügg egyrészt az MNB új befektetési stratégiája miatti eladásokkal és vásárlásokkal, másrészt az aranytartalék önkötésével.

A 2020. év első félévére kialakult 300 Mrd Ft-ot is meghaladó átértékelési hatás a forint 2020. évi erőteljes gyengülésével és a devizatartalék közel 15,0%-os, mintegy 1 400 Mrd Ft-os emelkedésével volt összefüggésben.

Az MNB árfolyamkitettséget döntő részben euróban vállal, amelynek hivatalos árfolyama és átlagos bekerülési értéke az elemzett időszakban a 9. táblázat szerint alakult:

9. táblázat

Az átértékelési hatást befolyásoló árfolyamok alakulása 2015-2020. első félévében (Mrd Ft)

Megnevezés	2015	2016	2017	2018	2019	2020. I. félév
1. hivatalos euró árfolyam (Ft)	313,12	311,02	310,14	321,51	330,52	356,57
2. átlagos bekerülési euró árfolyam (Ft)	298,25	301,16	303,18	309,74	316,55	328,65
különbség (1. - 2.) (Ft)	14,95	9,86	6,96	11,77	13,97	27,92
átértékelési hatás (Mrd Ft)	-231,40	-130,10	-154,40	141,60	18,20	302,90
kiegyenlítési tartalékok (Mrd Ft)	341,10	199,80	31,90	176,20	220,00	556,00
forintárfolyam növekedése MNB elszámolásaiban éven belül (%)	4,99	3,27	2,30	3,80	4,41	8,50
előző évhez képesti országos forintárfolyam növekedés (%)	-0,56	-0,67	-0,28	3,67	2,80	7,88

Forrás: MNB 2015-2019. éves és 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Az átértékelési hatást az befolyásolja, hogy mekkora az euró átlagos bekerülési árfolyama és hivatalos árfolyama közötti különbség az MNB elszámolásaiban. Az átlagos bekerülési euró árfolyam a jegybani elszámolásokban folyamatosan emelkedett annak ellenére, hogy 2015-2017. években a forint kismértékben ugyan, de erősödött. A forint erősödése idején a kiegyenlítési tartalékok átértékelési hatása folyamatosan negatív volt és 3 éves átlaguk meghaladta a -170,0 Mrd Ft-ot. A 2015-2017. években a forint kismértékű erősödése a 2014. évben még 572,5 Mrd Ft kiegyenlítési tartalékot 3 év alatt 31,9 Mrd Ft-ra apasztotta.

2020. első félévében a hivatalos árfolyam és az MNB átlagos bekerülési árfolyama közötti különbség 27,9 Ft volt, ami 8,5%-os árfolyam-különbözet elszámolását jelentette átértékelési hatás címén. Ha a kiegyenlítési tartalékok 302,9 Mrd Ft-os nem realizált árfolyamkülönbsége 8,5%-os árfolyamkülönbség hatására alakult ki, akkor egy százalékos árfolyamkülönbség 35,6 Mrd Ft átértékelési növekedést okozott.

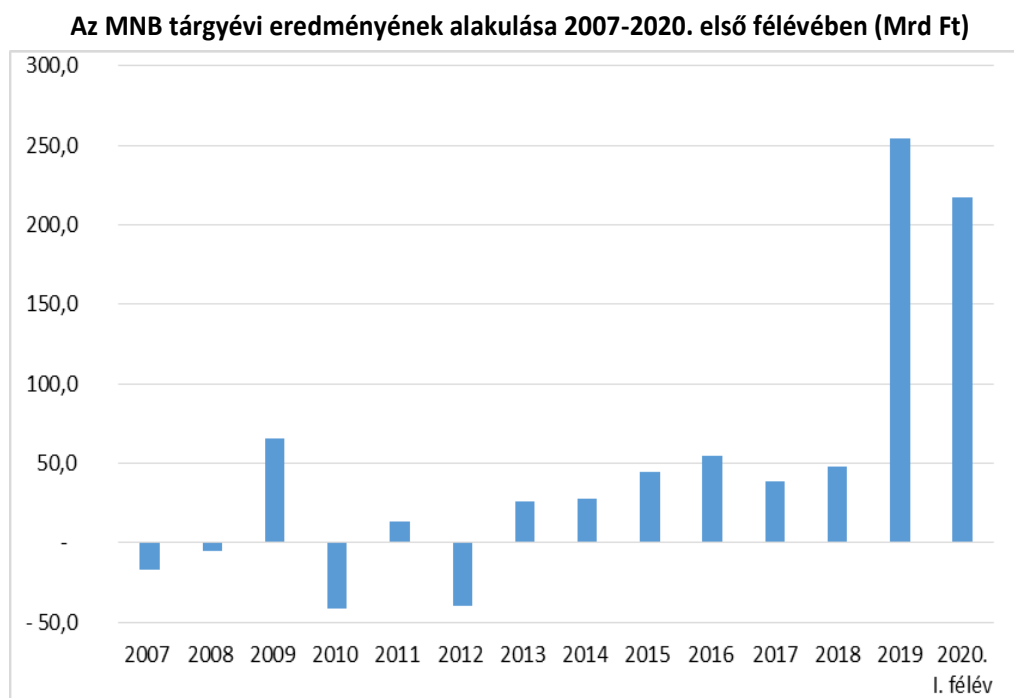
A 2020. első félévének végén fennálló 556,0 Mrd Ft kiegyenlítési tartalék 15,0% körüli árfolyam erősödést követően fordulhat negatívba, változatlanak tekintve a devizakövetelések 11 539,3 Mrd Ft-os összegét és a bekerülési árfolyamot.

2.2. Az MNB eredményességének alakulása és költségvetési hatásai

A jegybank nem rendelkezik eredménycéllal, mert elsődleges célja az árstabilitás biztosítása, függetlenül a jegybani eredményességtől. Az ÁSZ korábbi és jelen elemzéseivel is érintett időszakban azonban a tárgyévi eredmény javuló trendje volt megfigyelhető.

A tárgyévi eredmény 2007-2020. első félévében a 8. ábrában bemutatottak szerint alakult:

8. ábra



A 2013. évtől kezdődően a jegybank tevékenysége minden évben nyereséges volt. A kiugróan magas eredmény 2019-ben és 2020. első félévében képződött. Ebben az erőteljes árfolyamgyengülés mellett 2019-ben az átértékelési hatás jelentős részének évközbeni realizálása, 2020-ban pedig emellett az erőteljesen megemelkedő államháztartási kiadások megnövekvő devizaigénye miatti konverziók játszottak meghatározó szerepet.

Az MNB eredménytényezői az elemzett időszakban – a 2016. évi bázist is figyelembe véve – a 10. táblázatban bemutatottak szerint alakultak:

Az MNB eredménytényezőinek alakulása 2016-2020. első félévben (Mrd Ft)

MEGNEVEZÉS	2016	2017	2018	2019	2020. I. félév
Forintban elszámolt kamateredmény	-28,5	11,7	23,6	30,7	12,3
Devizában elszámolt kamateredmény	12,8	-1,1	3,5	18,8	16,3
Kamateredmény összesen	-15,6	10,7	27,1	49,4	28,6
Árfolyamváltozásból származó eredmény	95,1	61,4	74,0	229,1	206,6
Pénzügyi műveletek eredménye	16,8	1,2	-7,5	7,3	5,6
Banküzemi eredmény	-35,7	-34,3	-40,9	-42,3	-24,4
TÁRGYÉVI EREDMÉNY	54,3	38,3	47,8	254,7	217,2

Forrás: MNB 2016-2019. éves és 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

Az MNB 2017. évi eredménye az előző évi eredményhez képest a forint erősödése miatti árfolyameredmény csökkenés miatt esett vissza. 2017-ben a forintban elszámolt kamateredménye a 2016. évihez képest javult, pozitívvá vált, majd növekedésnek indult. Az elemzett időszakban – a 2017. év kivételével – a deviza kamateredmény is nyereséget hozott.

A jegybanki kamateredmény a kamatozó jegybanki forrásokra (pl.: egynapos (O/N) betét, egyhetes betét, KESZ, preferenciális betétek) fizetett kamatok, valamint a devizatartalék és az egyéb jegybanki eszközök (pl. jelzáloglevelek, állampapírok, vállalati kötvények) hozamának különbségét jelenti, ami a 2017. évet megelőzően jellemzően negatív volt. A negatív eredményeket a korábbi időszakban egyrészt a jelentős devizabeáramlás (pl.: EU-transzferek, nemzetközi hitelek) miatt megnőtt sterilizációs állomány, másrészt az okozta, hogy az erre fizetett irányadó kamat jóval meghaladta a devizatartalékon elérhető hozamot. (Kuti, Nagy-Kékesi, 2019, ÁSZ 2013.)

A kamateredmény pozitívrá fordulásában, majd emelkedésében több tényező együttes hatása játszott szerepet. A forintban és devizában elszámolt kamateredmény a kamatcsökkentési ciklus, valamint a jegybank által követett kamatpolitika változása következtében javult, amelynek következtében olcsóbbá váltak a jegybanki betétek. A forintárfolyam 2018-tól kezdődő gyengülése pedig a deviza kamatbevétel növekedését okozta. Az önfinanszírozási programmal 2014-től, a mennyiségi korlátozással, illetve kizorító hatással 2016-tól a jegybank tudatosan csökkentette a banki betétállományt. 2017-ben a devizahitelek forintosításához kapcsolódó mérleg-összehúzódnak is szerepe volt a javulásban. A bankok a felesleges likviditásuk egy részét egynapos betétben helyezték el, amely után az elemzett időszak egészében fenntartott negatív betéti kamat miatt az MNB-nek kamatráfordítás helyett kamatbevétele keletkezett. A készpénzállomány folyamatos emelkedésével egyre több olyan forrása volt a jegybanknak, amelyet nem terhelt kamatfizetési kötelezettség. A jegybanki programokhoz kapcsolódó jelzáloglevelek és állampapírok, valamint vállalati kötvények kamatbevételei a forint kamatbevételeket növelték, egyúttal javították a kamategyenleget.

2020 első félévében a forint kamateredmény romlása volt megfigyelhető, mert a koronavírus-járvány negatív hatásainak mérséklése érdekében hozott jegybanki intézkedések következtében a mérlegfőösszeg jelentősen bővült. Ennek keretében számottevő mértékben megemelkedett a kamatozó forintoszközök (fedezett forinthitelek, jelzáloglevelek, állampapírok, vállalati kötvények) és a kamatozó forintforrások (likviditáslekötő instrumentumok és a költségvetés forintbetétének) állománya. Hatására ugyan a forint kamatbevételek emelkedtek, de ezt meghaladta a forintlikviditás lekötéséhez kapcsolódó (egyhetes betét, preferenciális betét) kamatráfordítás, továbbá a költségvetés forintbetétei után fizetett kamatok növekedése.

A deviza kamat- és kamatjellegű eredmény 2017 évi vesztesége a devizatartalékok átlagos szintjének

csökkenése és az alacsony hozamkörnyezet következtében alakult ki, amelyek csökkentették a devizatartalék utáni kamatbevételeket. 2018-2019-ben a deviza kamateredmény nyereségét egyrészt a devizatartalékok szintjének növekedése, másrészt a jegybanki befektetési stratégia egyes elemeinek átalakítása okozta, amelyek a nemzetközi tartalékok utáni kamatbevételeket megemelték.

A deviza kamat- és kamatjellegű eredmény 2020. első félévi nyeresége magasabb volt, mint az előző év azonos időszakában. Az eredmény kedvező alakulása nagyjából a devizatartalékok utáni kamatbevételek emelkedésére vezethető vissza, ami a magasabb tartalékállománnyal függött össze.

A pénzügyi műveletek realizált eredménye eredménykategória jellemzően a devizatartalékba sorolt értékpapírok piaci árváltozásából származó, azok eladásakor realizált eredményt tartalmazza. A 2016. évihez képesti erőteljes visszaesést 2017-ben a devizapiaci hozamok enyhe emelkedése okozta. 2018-ban az eredménykategória a dollárhozamoknak emelkedése miatt fordult veszteségbe. 2019-ben a dollárhozamok és hosszabb lejáratokon az euróhozamok csökkenésével összefüggésben realizálódott a nyereség. 2020. első félévében a dollárhozamok csökkenése volt jellemző, amely az előző év azonos időszaki nyereségéhez képest kismértékű elmaradást okozott.

A korábban tapasztaltakhoz hasonlóan ez elemzett időszakban is az árfolyamnyereség volt a jegybanki eredmény meghatározó tényezője. 2017-ben az EU transzferek beáramlásához köthető bekerülési árfolyam emelkedése következtében az árfolyam-különbség csökkent, az ÁKK-adósságkezelési műveleteihez kapcsolódó devizaeladások volumene pedig az előző évinél alacsonyabb volt, ami a realizált árfolyamnyereséget csökkentette. A deviza-árfolyamváltásból származó bevétel csökkenését a forint erősödése okozta, míg a deviza-árfolyamváltás miatti ráfordítások csökkenése a nemzetközi tartalék csökkenésének volt köszönhető. A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó műveletek is az árfolyam-különbségből származó eredményt növelték.

A 2018. év során a bekerülési árfolyam tovább emelkedett, a forint gyengülése következtében a hivatalos és bekerülési árfolyamok eltérése megnőtt. Az év nagy részében a hivatalos árfolyam magasabb volt, mint a megelőző évben, így a realizált árfolyamnyereség is emelkedett. Az MNB befektetési stratégiájának 2018. évi átalakítása következtében – a nemzetközi tartalék növekedése ellenére is – sikerült alacsonyan tartani az árfolyamcsökkenésből származó ráfordításokat.

A 2019-2020. év során a bekerülési árfolyam tovább emelkedett, de a forint gyengülése miatt a hivatalos árfolyam emelkedése ennél nagyobb mértékű volt. Az aranykészleten realizált árfolyam növekedés is növelte az árfolyameredményt 2019-ben. A devizaeladások az ÁKK adósságkezelési műveleteihez, illetve a nemzetközi tartalékok kezeléséhez kapcsolódtak. A kiugróan magas árfolyamcsökkenésből származó bevétel az EU transzferek intenzív növekedésével volt összefüggésben. 2020. első félévben az állam koronavírus-járvány elleni védekezési kiadásaihoz kapcsolódó devizaeladások növelték nagymértékben a realizált árfolyamnyereséget.

Az egyéb eredménytényezők tartalmazzák a banküzem működési bevételeit, költségeit, ráfordításait, a bankjegy- és érmegyártás költségeit, a céltartalék-képzést, felszabadítást, valamint a felügyeleti tevékenységből származó bevételeket, a jutalékból származó és az egyéb eredményt.

Az MNB igazgatósága a 2018-as nyereségből az államháztartásba történő 50,0 Mrd Ft osztalék befizetéséről döntött, amit 2019-ben fizetett be a központi költségvetésbe. A saját tőke 2019. év végére elérte a 682,9 Mrd Ft értéket, ami 2020. első félévének végére tovább emelkedett (986,1 Mrd Ft) annak ellenére, hogy 2020. első félévben az MNB eredménytartalékából 250,0 Mrd Ft osztalékot fizetett be a központi költségvetésbe. Az Monetáris Tanács 2021. áprilisában a jegybank 2020. évi eredményéből a 2021. évben szintén 250,0 Mrd Ft osztalék kifizetéséről döntött. (MNB Sajtóközlemények, 2021.)

A nettó kamat- és kamatjellegű eredmény 2019. év végén 49,4 Mrd Ft volt, ami a költségvetés szempontjából azért fontos, mert az része az ún. tranzakciós eredménynek (a működési és a kamateredmény összegének), amelynek – az európai uniós szabályok értelmében – osztalékként történő átadása a központi költségvetésnek nem csak az államadósságot, hanem a költségvetési hiányt is

mérsékelheti. „A jegybanki eredmény többi tényezője: az árfolyameredmény, a kamatjellegű eredmény és a pénzügyi műveletek eredménye nincs hatással az eredményszemléletű egyenlegre, azok az állam finanszírozását azáltal segíthetik, hogy csökkentik az államadósságot.” (Kuti, Nagy-Kékesi, 2019. 2. oldal)

3. Az MNB középtávú (3-5 év) eredményességére ható tényezők, és az ezzel kapcsolatos költségvetési kockázatok

Az MNB középtávú eredményességét egyrészt az MNB tevékenysége, törvényi feladatainak teljesítése, másrészt külső hatások befolyásolhatják. Külső hatást jelenthet többek között a magyar gazdaság középtávú teljesítménye, a nemzetközi gazdasági környezet változása, állapota.

Az MNB tv. 3. § szerint az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, ennek megfelelően a jelentkező inflációs hatások kezelése érdemi kockázatot jelenthet az MNB eredményességére és a költségvetés pozíciójára is.

A koronavírus-járvány miatt 2020-ban bevezetett korlátozó intézkedések negatív gazdasági hatásainak enyhítésére az államok költségvetési lazítás, míg a jegybankok a gazdaság és az állampapírpiac stabilitásának támogatásába kezdtek. (Babos-Végh, 2021)

Magyarországon a fiskális és a monetáris politika között 2013 után létrejött összhang következtében a jegybank a nemkonvencionális eszközök alkalmazásával a járványt megelőzően is folyamatosan ösztönözte a gazdaság élénkítését, és biztosította az állampapírpiac stabilizálását.

3.1. A költségvetési kockázatai a jegybank középtávú eredményességének változása esetén

A jegybank középtávú eredményessége, az elemzett időszakban elért biztonságos működésének fenntartása a költségvetés szempontjából nem elhanyagolható tényező. A jegybank által folytatott monetáris politika eredményességét azonban számos kockázat veszélyeztetheti.

Az MNB középtávú – 3-5 éves – eredményességét befolyásoló kockázatok a következők lehetnek:

1. Kamateredmény romlásának kockázata

- Kockázatot jelent, hogy a kamatkörnyezet változásával, a jegybanki alapkamat emelésével a felesleges likviditás lekötését szolgáló betétek kamata nő. Az egynapos betétek állománya 2017-2019. években a mérlegfőösszeg 9-13%-a között mozgott, ami 2020. első félévére 1,7%-ra esett vissza. Az olcsó rendelkezésre álló források aránya 2020. első félévére (készpénz-, egynapos betét állomány, saját tőke) a mérlegben 53,2%-ra csökkent a 2017-2019. évi közel 70,0%-os szinthez képest, ami a kamatráfordítások növekedése irányába hatott. A jegybanki alapkamaton kamatozó egyhetes betétállomány már 2020. június végére elérte az 1 646,4 Mrd Ft-ot, párhuzamosan az egynapos betétek erőteljes visszaesésében. A drágább jegybanki források arányának növekedése pedig növeli a pozitív kamategyenleg átfordulásának kockázatát.
- Amennyiben a mérlegfőösszeg növekedése az ingyenes és olcsó források arányának csökkenésével jár együtt, akkor annak negatív hatása lesz a kamateredményre, ami szükségessé teszi, hogy magasabban kamatozó jegybanki eszközök kerüljenek kibocsátásra, illetve vásárlásra. Ez növelni fogja a napjainkban fennálló alacsony kamatszintet, ami az államadósság kamatszintjére is növelő hatással lesz. A jegybanki eszközök magasabb kamaton való kihelyezése a közvetlen költségvetési kockázatokat csökkenti, mivel több kamatbevétele keletkezik az MNB-nek. Ennek hatására azonban a közvetett költségvetési kockázatok nőnek, mert a magasabb jegybanki kamatszint az államadósság kamatszintjét is felfelé téríti.
- A készpénzállomány, mint ingyenes forrás arányának csökkenése a kamateredmény 2019-2020-ban tapasztalt magas szintjének további fenntartását hiúsíthatja meg. Felveti továbbá annak kockázatát,

hogy olcsó források arányának csökkenése miatt kevesebb nemkonvencionális eszközt tud alkalmazni a jegybank a gazdaság élénkítésére.

2. Devizaárfolyam változásának kockázata

- A jegybank devizaeladásai volumenének csökkenése, továbbá a forint hivatalos árfolyamának a bekerülési árfolyamtól való eltérésének csökkenése is kedvezőtlen irányba mozdíthatja el a jövőben a jegybank árfolyameredményét. A 2021. évtől várható, az EU forrásokhoz kapcsolható devizabővségnek a jelenlegi magas árfolyamon történő jegybanki mérlegbe kerülése növeli az árfolyam-különbség negatív irányba fordulásának kockázatát akkor, ha az elkövetkezendő években a forint erősödik.
- Középtávon reálisan számolni kell a leértékelődési veszteségekkel, amelyek kezelésére azonban megfelelő tartalékok állnak rendelkezésre. Változatlan nemzetközi tartalékszintet és bekerülési árfolyamot feltételezve a forint árfolyamának emelkedése mintegy 15,0%-os forint erősödés esetén jelent számottevő kockázatot a kiegyenlítési tartalékok negatívvá válására. A külső egyensúly romlása azonban felvetheti a devizatartalék növelésének szükségességét, a mérlegfőösszeg növekedése pedig drágábbá teszi a tartalékolás költségeit, vagyis drágábbá válik a finanszírozás.
- Az MNB éves beszámolóiban is jelzett kockázat a devizatartalék esetében, hogy a magas minőségű eszközök hozamai jelenleg különösen alacsony szinten vannak. Emiatt rövidtávon egy hozamemelkedés miatti átértékelődési veszteség (a tartalékban lévő kötvények leértékelődése miatt) ronthatja a devizatartalék teljesítményét. Középtávon azonban az eredményre már pozitív hatása lehet, mivel a lejáró tartalékelemek újrabefektetése magasabb hozamszinten valósulhat meg.

3. A befektetési politika változásának kockázata

- A jegybank 2019 július 1-jétől elindította az NKP-t, mellyel a jegybank 1 150 Mrd Ft keretösszegben nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, majd 2021. március 16-tól közzállalati kötvényeket is vásárol. A program szerint az MNB maximális kitétsége egy vállalatcsoporttal szemben maximum 70 Mrd Ft, továbbá a vásárolt kötvények eredeti futamideje legalább 3 év, de legfeljebb 30 év lehet. A bankhitelek melletti NKP program, mint finanszírozási alternatíva növeli a jegybanki kockázatokat és az esetleges veszteségek útján közvetve költségvetési kockázatokat is jelentenek.
- Amennyiben a jövőben a jegybank csökkenti állampapír állományát, felmerül annak kockázata, hogy a helyette belépő lakossági és vállalati finanszírozás eltolja rövidebb lejáratúvá az államadósság finanszírozását, ami ugyan csökkenti az államadósság kamatszintjét, de növeli az adósságmegújítási kockázatot.

4. Az inflációs nyomás hatása

- A gazdaságban a járványt követően várhatóan beinduló konjunktúra szakasz és annak az egyensúlytalanságai az infláció jelentős növekedését eredményezhetik. A fokozódó inflációs nyomás mérséklése, az infláció féken tartása érdekében már rövidtávon is kockázatot jelent, ha az MNB-nek szigorító lépéseket kell tennie az alapkamat növelésével, melynek következtében a költségvetés kamatterhe nőhet. A növekvő infláció pedig a folyóáras GDP-t növelő – az adósság-mutató alakulását kedvezően befolyásoló – jótékony hatásán túl, a kamatszintek várható emelkedése miatt hosszabb távon kockázatot hordoz az adósságfinanszírozási költségek, valamint az államadósság alakulására nézve.

A magyar gazdaság kiegyensúlyozott növekedése mellett nincs jelentős kockázata annak, hogy a költségvetésnek fizetési kötelezettsége keletkezik a jegybanki veszteség, vagy a kiegyenlítési tartalékok negatívba fordulása miatt. Elképzelhető azonban, hogy az árfolyam-nyereség mértéke csökken, a forint árfolyamának stabilizálódása, esetleg kisebb javulása következtében, továbbá a kamateredmény a jegybanki kamatok emelkedése miatt csökkenő tendenciájúvá válik. Ennek kompenzálására a rendelkezésre álló tartalékok jelenleg elégségesnek tűnnek, de a külső környezet bizonytalansági tényezőit kezelő nemzetközi

tartalék állományának növelése és a forint erősödése a felhalmozott tartalékok jelentős csökkenését okozhatja.

A jelenlegi bizonytalan és kiszámíthatatlan gazdasági környezetben a jövőbeni monetáris politika által a költségvetésre gyakorolt középtávú hatások, illetve középtávú költségvetési kockázatok tekintetében a következő kérdések vethetők fel:

1. A 2021. évtől várható, az EU forrásokhoz kapcsolható devizabővségnek a jelenlegi magas árfolyamon történő jegybanki mérlegbe kerülése nem okozza-e a realizált árfolyam-különbözet negatív irányba fordulását akkor, ha az elkövetkezendő években a forint erősödik, vagy ha jelentősen csökken az átlagos bekerülési árfolyam és hivatalos árfolyam közötti különbség?
2. A gazdaság újraindításával együtt járó infláció növekedés miatt várhatóan bekövetkező monetáris szigorítás hatására – a jelenlegi forint/devizaarányú adósságstruktúra mellett – az államadósság megnövekvő kamatszintje miatt bekövetkező adósságnövekedést kompenzálja-e a forint erősödéséből származó adósságcsökkenés?

FELHASZNÁLT DOKUMENTUMOK

ÁSZ

Állami Számvevőszék (2013): TANULMÁNY A monetáris politika költségvetési kockázatai, különös tekintettel az adósságszabályra.

(<https://www.asz.hu/storage/files/files/Szakmai%20kutat%C3%A1s/2013/t352.pdf?ctid=743>)

Állami Számvevőszék (2018): ELEMZÉS A monetáris politika hatása a költségvetési kockázatok csökkentésére.

(https://www.asz.hu/storage/files/files/Publikaciok/Elemzesek_tanulmanyok/2018/monetaris_elemzes_201802.pdf?ctid=1237)

Állami Számvevőszék (2020): ELEMZÉS Az állam mérete, a centralizációs ráta, az újraelosztási ráta alakulása, az állam által folytatott adópolitika hatása a versenyképességre, valamint az anticiklikus gazdaságpolitika alakulására. (https://www.asz.hu/storage/files/files/elemzesek/2020/allam_merete_20201209.pdf?ctid=1296)

MNB

MNB (2012): Monetáris politikai fogalomtár 2012. (<https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politikai-fogalomtar-2012-hu.pdf>) letöltés: 2021. 05. 03.

MNB Tanulmány (2012): MNB Tanulmány Krekó Judit–Balogh Csaba– Lehmann Kristóf–Mátrai Róbert– Pulai György–Vonnák Balázs: Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei (<https://www.mnb.hu/letoltes/mt100.pdf>)

MNB (2015): A Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja (2014. április – 2015. március).

(<https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2015-evi-sajtokozlemenyek/a-magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-2014-aprilis-2015-marcius>)

MNB (2016): *Éves Jelentés* (<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2016>)

MNB (2017): *Éves Jelentés* (<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2017>)

MNB (2017a): A mennyiségi korlátozás tapasztalatai és a 2017. II. negyedéves korlát meghatározásának szempontjai (<https://www.mnb.hu/letoltes/q2-korlat-hun-publikalasra.pdf>)

MNB (2017b): Tájékoztató a Tartalékköteles hitelintézetek és ezen típusú fióktelepek számára a kötelező jegybanki tartalék kiszámításával kapcsolatban (érvényes 2017. február1-jétől).

(<https://www.mnb.hu/letoltes/kotelezotartalek-tajekoztato-egyseges-20170201.pdf>)

MNB (2018): *Éves Jelentés* (<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2018>)

MNB (2019): *Éves Jelentés* (<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/eves-jelentesek/eves-jelentes-2019>)

MNB (2019a): Vállalati kötvénykibocsátási útmutató az MNB növekedési kötvényprogramjához

(<https://www.mnb.hu/letoltes/nkp-kibocsatasi-utmutato.pdf>)

MNB (2020): A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztára a covid-19 válság időszakában: likviditás, biztonság, rugalmasság. (<https://www.mnb.hu/letoltes/jegybanki-eszkozta-2020-covid19.pdf>)

MNB (2020a): *Féléves jelentés* (<https://www.mnb.hu/letoltes/fe-leves-jelente-s-2020-hun-0925.pdf>)

MNB (2020b): *Beszámoló az MNB 2020 harmadik negyedévi tevékenységéről* (<https://www.mnb.hu/letoltes/idokozi-jelentes-hun-2020-11-1112.pdf>)

MNB (2020c): *Az MNB május 4-től elindítja állampapír- és jelzáloglevél-vásárlási programjait* (<https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2020-evi-sajtokozlemenyek/az-mnb-majus-4-tol-elinditja-allampapir-es-jelzaloglevel-vasarlas-programjait>)

MNB 2020. évi sajtóközlemény: Az MNB május 4-től elindítja állampapír- és jelzáloglevél-vásárlási programjait. (<https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2020-evi-sajtokozlemenyek/az-mnb-majus-4-tol-elinditja-allampapir-es-jelzaloglevel-vasarlas-programjait>)

MNB (2021a): Jegybanki alapkamat alakulása. (https://www.mnb.hu/Jegybanki_alapkamat_alakulasa), letöltés: 2021.03.10.

MNB (2021b): BUBOR fixingek. (<https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politikai-eszkozta/egynapos-jegybanki-eszkozok>), letöltés: 2021.03.10.

MNB (2021c): Kötelező tartalékrendszer. (<https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politikai-eszkozta/kotelezo-tartalekrendszeru/monetaris-politika/a-monetaris-politikai-eszkozta/kotelezo-tartalekrendszeru>)

[eszkoztar/kotelezo-tartalekrendszer](#)), letöltés: 2021.03.10.

MNB (2021d): Az MNB 3 000 milliárd forintra emeli az NHP Hajrá keretösszegét.

(<https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2021-evi-sajtokozlemenyek/az-mnb-3-000-milliard-forintra-emeli-az-nhp-hajra-keretosszeget>), letöltés: 2021. 04. 13.

MNB (2021e): Közlemény az NHP HAJRÁ! konstrukció igénybevételéről 2021. április.

(<https://www.mnb.hu/letoltes/nhphajra-aprilis-hu.pdf>), letöltés: 2021.04.13.

MNB (2021f): Az egynapos eszközök jelenlegi kamatlába. (<https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politikai-eszkoztar/egynapos-jegybanki-eszkozok>), letöltés: 2021.03.10.

MNB (2021g): Információk az MNB elsődleges és másodlagos vállalati kötvény vásárlásairól

(<https://www.mnb.hu/monetaris-politika/novekedesi-kotvenyprogram-nkp>)

MNB (2021h): Állampapírpiazi referenciahozamok (<https://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/xi-deviza-penz-es-tokepiac>), letöltés: 2021.03.29.

MNB (2021i): Terméktájékoztató a Növekedési Hitelprogram Hajrá keretében folyósított refinanszírozási hitelek igénybevételének módjáról és feltételeiről. (<https://www.mnb.hu/letoltes/nhp-hajra-termektajekoztato-6-mod-final-clean.pdf>)

MNB (2021j): Növekedési Kötvényprogram (NKP). (<https://www.mnb.hu/monetaris-politika/novekedesi-kotvenyprogram-nkp>)

MNB (2021k): 2020. III. negyedéves Jelentés. (<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/idokozi-jelentesek/idokozi-jelentes-beszamolo-az-mnb-2020-harmadik-negyedevi-tevekenysegerol>)

MNB Sajtóközlemények (2021.) A Magyar Nemzeti Bank 2021-ben is 250 milliárd forint osztalékbefizetéssel segíti a költségvetést és a járványügyi védekezést. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2021-evi-sajtokozlemenyek/a-magyar-nemzeti-bank-2021-ben-is-250-milliard-forint-osztalekbefizetessel-segiti-a-koltsegetest-es-a-jarvanyugyi-vedekezest>

KSH

Központi Statisztikai Hivatal (2021a): 3.6.1. Fogyasztóiár-indexek a termékek és szolgáltatások főbb csoportjai szerint (http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_evkozi/e_qsf001.html)

Központi Statisztikai Hivatal (2021b): Jelentés a kormányzati szektor egyenlegéről és adósságáról (2020. évi II. EDP-jelentés). (<https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/stattukor/edp/edp20201022/index.html>)

Központi Statisztikai Hivatal (2021c): 3.1.1. A bruttó hazai termék (GDP) értéke, volumenindexe és implicit árindexe (1995–). (http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qpt001.html)

Központi Statisztikai Hivatal (2021e): Eurostatnak kiküldött EDP jelentés: Jelentés a kormányzati hiányról és adósságról. 2021.03.31. (http://www.ksh.hu/edp_jelentesek_24)

ÁKK

ÁKK (2021a): A központi költségvetés adóssága (<https://www.akk.hu/statisztika/allamadossag-finanszirozasi/kozponti-koltsegetes-adossaga>), letöltés: 2021.03.12.

ÁKK (2021b): A központi költségvetés adósságának lejárat szerkezete (<https://www.akk.hu/content/path=kozponti-koltsegetes-adossaganak-lejarati-szerkezete>), letöltés: 2021.03.12.

ÁKK (2021c): A forintban denominált állampapírok befektetői szektoronkénti megoszlása (<https://akk.hu/statisztika/allamadossag-finanszirozasi/forintban-denominalt-allampapirok-befektetoi-szekoronkenti-megoszlasa>), letöltés: 2021.03.24.

ÁKK (2021d): Állampapírpiacon havi tájékoztató 2016–2020. december, letöltés: 2021.03.26. (<https://akk.hu/content/path=havi-jelentesek>)

ÁKK (2021e): Az államháztartás (maastrichti) adóssága 2021.03.31. (<https://akk.hu/statisztika/allamadossag-finanszirozasi/allamhaztartas-maastrichti-adossaga>), letöltés: 2021.04.13.

Egyéb hazai forrás

Babos D., Végh N. (2021): Kéz a kézben? – A Covid- válság a fiskális és monetáris politika szorosabb együttműködését okozta (<https://www.mnb.hu/letoltes/babos-daniel-vegh-noemi-kedvezo-marad-a-finanszirozasi-helyzet.pdf>)

Csontos O., Nagy-Kékesi Zs.(2020): *Mi tartotta szárazon az MNB puskaporát? – A jegybanki mérleg mozgástere* (<https://www.mnb.hu/letoltes/csontos-orsolya-nagy-kekesi-zsuzsa-mi-tartotta-szarazon-az-mnb-puskaporat-a-jegybanki-merleg-mozgastere.pdf>)

Kicsák G., Benkó D., Végh N. (2020): A magyar költségvetés kamatmegtakarítása EU-s összevetésben 2013 és 2019 között. Hitelintézeti Szemle 19. évf. 4. szám, 2020. december, 5-26. o. (<https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-19-4-t1-kicsak-benko-vegh.pdf>)

Kuti Zs., Nagy-Kékesi Zs. (2019): *Egyre nagyobb a kamatnyereség szerepe az MNB eredményének alakulásában* (<https://www.mnb.hu/letoltes/kuti-nagy-kekesi-egyre-nagyobb-a-kamatnyereseg-szerepe-az-mnb-eredmenyenek.pdf>)

Losonczi M., Tóth G. Cs. (2020): Államadósság-csökkentés az EU régi tagállamaiban: van új a nap alatt? Hitelintézeti Szemle, 19. évf. 2. szám, 2020. június, 28–54. o. (<https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/hsz-19-2-t2-losonczi-toth.pdf>)

PM (2021): A magyar gazdaság 2020-ban ellenállóbbnak bizonyult az Európai Unió átlagánál (<https://kormany.hu/hirek/a-magyar-gazdasag-2020-ban-ellenallobbnak-bizonyult-az-europai-unio-atlaganal>) letöltés 2021.04.13.

JOGSZABÁLYOK ÉS KÖZJOGI SZABÁLYOZÓ ESZKÖZÖK JEGYZÉKE

Magyarország Alaptörvénye

Az Állami Számvevőszékről szóló 2011. évi LXVI. törvény

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény

Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény

A számvitelről szóló 2000. évi C. törvény

A Magyar Nemzeti Bank éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól szóló 221/2000. (XII. 19.) Korm. rendelet

1. MELLÉKLET

A monetáris politika eszkörendszerének változása 2017-2020. években

2017.	2018.	2019.	2020.
Hagyományos eszköz			
Az egynapos betéti kamat 10 bázisponttal - 0,15%-ra csökkentése	3 hónapos betéti eszköz kivezetése	Egynapos betéti kamat emelése 10 bázisponttal -0,05%-ra	Egyhetes betét aktiválása, kamatának a kamatfolyosón belül változtathatóvá tétele
	Az irányadó eszköz szerepét a kötelező tartalék vette át		Kamatfolyosó szimmetrikussá tétele, az egynapos (O/N) és egyhetes hiteleszköz kamatának 0,9%-ról 1,85%-ra megemelése
			Alapkamat-csökkentések 0,9%-ról 0,75%-ra, majd 0,6%-ra
Nemkonvencionális monetáris politikai eszköz			
Piaci Hitelprogram második szakaszának elindítása	5 és 10 éves futamidejű kamatcsere-eszköz (MIRS) bevezetése, forintlikviditást nyújtó forint/euró swapeszközök hat és tizenkét hónapos futamidejű swapeszközökkel bővítése	Növekedési Hitelprogram fix elnevezésű konstrukció elindítása	Növekedési Hitelprogram bővítése (NHP Hajrá, maximális futamidő és hitelösszeg megemelése)
Növekedési Hitelprogram kivezetésre került	Jelzáloglevél-vásárlási program elindítása	Preferenciális betéti eszköz funkciójának megváltozása	Növekedési Kötvényprogram és a preferenciális betét feltételeinek módosítása
Eurólikviditást nyújtó jegybanki egynapos swapeszköz felfüggesztése	Monetáris politikai célú IRS-eszköz (MIRS) kivezetése	FX-swap eszköz átalakítása	Fedezeti kör bővítése nagyvállalati hitelekkel
	Jelzáloglevél-vásárlási program kivezetése	Növekedési Kötvényprogram elindítása	A jegybanki partnerkör célzott kibővítése a befektetési alapokkal
			Hosszú jegybanki hiteleszköz bevezetése, új, fedezett hiteleszköz bevezetése 3, 6 és 12 hónapos, valamint 3 és 5 éves futamidő-kön
			Alultartalékolás szankciójának átmeneti felfüggesztése

			Eszközvásárlási programok elindítása (jelzáloglevél- és állampapír-vásárlási program)
			Egyhetes futamidejű forintlikviditást nyújtó devizaswap eszköz aktiválása
			Kiszorítandó bankrendszeri likvidításra vonatkozó célsáv meghirdetésének megszüntetése
			Növekedési Hitelprogram keretében korábban létrejött hitelek esetében rugalmas átütemezési lehetőség és év végig tartó fizetési moratórium meghirdetése
			A hosszú fedezett hiteleszők csak a 3 és 5 éves futamidőkön kerültek meghirdetésre, éven belül nem
			Megszűnt a befektetési alapok fedezett hiteleszőkhöz való közvetett (banki szereplőkön keresztül) hozzáférése

Forrás: MNB 2017-2019 éves, 2020. I. féléves és III. negyedéves jelentések, MNB (2020) alapján ÁSZ szerkesztés

2. MELLÉKLET

Az MNB mérleg szerkezetének alakulása a 2016-2020. első félévében (Mrd Ft; %)

Megnevezés	2016	Megosz- lás (%)	2017	Megosz- lás (%)	2018	Megosz- lás (%)	2019	Megosz- lás (%)	2020. I. félév	Megosz- lás (%)
Eszközök összesen	10 054,9	100,0	9 307,8	100,0	11 129,4	100,0	12 347,9	100,0	15 171,9	100,0
Követelések forintban	1 590,5	15,8	1 285,0	13,8	1 426,2	12,8	1 995,3	16,2	3 305,8	21,8
<i>ebből: Központi költségvetéssel szembeni követelések</i>	39,2	0,4	39,2	0,4	39,2	0,4	39,2	0,3	204,1	1,3
<i>ebből: Hitelintézetekkel szembeni követelések</i>	1 548,5	15,4	1 242,5	13,3	1 383,4	12,4	1 749,8	14,2	2 818,8	18,6
Követelések devizában	8 286,5	82,4	7 879,6	84,7	9 438,2	84,8	10 082,1	81,7	11 539,3	76,1
<i>ebből: Arany- és devizatartalék</i>	7 557,3	75,2	7 229,0	77,7	8 793,5	79,0	9 360,8	75,8	10 744,7	70,8
<i>ebből: Központi költségvetéssel szembeni devizakövetelések</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>ebből: Egyéb devizakövetelések</i>	729,1	7,3	648,2	7,0	639,8	5,7	713,5	5,8	767,0	5,1
Banküzemi eszközök	108,7	1,1	79,5	0,9	93,6	0,8	109,9	0,9	181,5	1,2
Aktív időbeli elhatárolások	69,2	0,7	63,6	0,7	171,4	1,5	160,6	1,3	145,4	1,0
Források összesen	10 054,9	100,0	9 307,8	100,0	11 129,4	100,0	12 347,9	100,0	15 171,9	100,0
Kötelezettségek forintban	7 833,8	77,9	7 521,2	80,8	8 669,8	77,9	9 452,7	76,6	11 774,6	77,6
<i>ebből: Központi költségvetés betétei</i>	785,6	7,8	380,9	4,1	1 136,7	10,2	599,5	4,9	1 167,2	7,7
<i>ebből: Hitelintézetek betétei</i>	2 408,1	23,9	1 963,4	21,1	1 470,3	13,2	2 253,3	18,2	2 867,5	18,9
<i>ebből: Forgalomban lévő bankjegy és érme</i>	4 580,6	45,6	5 114,0	54,9	5 997,8	53,9	6 530,4	52,9	6 825,0	45,0
Kötelezettségek devizában	1 798,1	17,9	1 454,4	15,6	1 810,5	16,3	2 027,7	16,4	2 203,8	14,5
<i>ebből: Központi költségvetés betétei</i>	544,6	5,4	397,4	4,3	594,0	5,3	743,0	6,0	728,8	4,8
<i>ebből: egyéb kötelezettségek devizában</i>	1 177,6	11,7	1 040,4	11,2	1 154,3	10,4	1 241,0	10,1	1 387,0	9,1
Céltartalék	0,7	0,0	0,6	0,0	0,7	0,0	0,7	0,0	0,5	0,0
Banküzem egyéb forrásai	17,8	0,2	45,3	0,5	125,1	1,1	101,5	0,8	145,0	1,0
Passzív időbeli elhatárolások	32,5	0,3	43,8	0,5	88,9	0,8	82,3	0,7	61,9	0,4
Saját tőke	372,0	3,7	242,4	2,6	434,4	3,9	682,9	5,5	986,1	6,5
<i>ebből: Jegyzett tőke</i>	10,0	0,1	10,0	0,1	10,0	0,1	10,0	0,1	10,0	0,1
<i>ebből: Eredménytartalék</i>	107,9	1,1	162,2	1,7	200,4	1,8	198,2	1,6	202,9	1,3
<i>ebből: Forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka</i>	182,5	1,8	28,0	0,3	169,6	1,5	187,8	1,5	490,5	3,2
<i>ebből: Deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka</i>	17,4	0,2	3,9	0,0	6,6	0,1	32,2	0,3	65,5	0,4
<i>ebből: Tárgyévi eredmény</i>	54,3	0,5	38,3	0,4	47,8	0,4	254,7	2,1	217,2	1,4

Forrás: MNB 2016-2019. éves, és 2020. féléves beszámolóinak adatai alapján ÁSZ szerkesztés

RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

ÁKK	Államadósság Kezelő Központ Zrt.
ÁSZ	Állami Számvevőszék
GDP	Bruttó Hazai Termék (Gross Domestic Product)
EKB	Európai Központi Bank
EU	Európai Unió
IMF	Nemzetközi Valutaalap (International Monetary Fund)
IRS	Kamatlábcsere-ügylet (Interest Rate Swap)
KESZ	Kincstári Egységes Számla
KSH	Központi Statisztikai Hivatal
MÁK	Magyar Államkincstár
Mft	millió forint
MNB	Magyar Nemzeti Bank
MNB tv.	Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény
Mrd Ft	milliárd forint
NHP	Növekedési Hitelprogram
NHP+	Növekedési Hitelprogram Plusz
NHP fix	Növekedési Hitelprogram Fix
NHP Hajrá	Növekedési Hitelprogram Hajrá
NKP	Növekedési Kötvényprogram
NTP	Növekedéstámogató Program
SDR	Különleges lehívási jog (Special Drawing Right)

FOGALOMTÁR

Államadósság önfinanszírozó képessége Deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka	A külső sérülékenység csökkentése érdekében az államadósság hazai forrásokból és hazai befektetők általi finanszírozása válik lehetővé. A devizában fennálló, értékpapírokon alapuló követelések piaci értéke és beszerzési értéke közötti értékelési különbözet. (MNB, 2020b)
Devizaswap-eszköz	Devizacsere ügylet, amely egy azonnali (spot) devizaügyletből és egy ellentétes irányú határidős (forward) devizaügyletből áll. A jegybank közvetlen (direkt) beavatkozásait foglalja magába, amelyek többnyire szabályok és előírások formájában konkrétan meghatározták a bankok által alkalmazható kamatlábakat, illetve azok maximumát/minimumát; vagy korlátozták az adott időszakban nyújtható hitelek volumenét (akár intézményenként, akár az egyes szektorokra/iparágakra szabva).
direkt/közvetlen monetáris eszközök	Alacsonyabb reálkamatok és/vagy leértékeltébb árfolyam, illetve a pénzmeny-nyiség gyorsabb növekedése révén az aggregált kereslet bővülését eredményező és magasabb infláció irányába ható monetáris politika. (MNB, 2012)
Expanzív vagy laza monetáris politika	A folyóáron számolt GDP változása az előző évhez képest. A devizaeszközöknek és -forrásoknak a forintárfolyam változásából adódó nem realizált árfolyamnyeresége, illetve árfolyamvesztesége a saját tőke részét képező forintárfolyam kiegyenlítési tartalékában kell kimutatni. (MNB, 2020b)
Folyóáras GDP-dinamika	Forintlikviditást nyújtó forint – euró devizacsere ügylet.
Forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka	Az IMF-be SDR-ben befizetett IMF-kvóta szabadon lehívható, még le nem hívott hányada. (MNB, 2019a)
Forint/euró swapeszköz	Az ún. piaci alapú, közvetetten ható monetáris politikai eszközök lényege, hogy a jegybank a piacokon, a kamatlábakon keresztül befolyásolja a szereplők magatartását. Ide soroljuk a kötelező tartalékok rendszerét, a nyílt piaci műveleteket és a hitel oldali rendelkezésre állást és az egyéb befolyásoló eszközöket.
IMF-tartalékvóta	Azon kamatláb, amely leginkább tükrözi a monetáris politika irányultságát, illetve annak megváltozását. Az MNB esetében ez egyben az irányadó eszközre fizetett kamatlábat is jelenti. (MNB 2012)
indirekt/közvetett monetáris eszközök	A jegybank által meghatározott azon monetáris politikai eszköz, amely az általa optimálisnak ítélt kamatszintet közvetíti a piac számára.
Jegybanki alapkamat	Az MNB által fenntartott sáv az egynapos bankközi betét- és hitelkamatok között.
Jegybanki irányadó eszköz	Olyan ügylet, amelyben a két szerződő fél ugyanabban a devizában lévő kamatfizetési kötelezettségeit meghatározott időszakon keresztül elcseréli.
Kamatfolyosó	A forintárfolyam és a deviza-értékpapírok kiegyenlítési tartaléka az MNB saját tőkéjének részét képező tartalékok, melyeket negatív egyenlegük esetén a negatív egyenleg mértékéig a központi költségvetés a tárgyévét követő év március 31-ig a megfelelő kiegyenlítési tartalék javára megtérít. A térítést a tárgyévi mérlegben a központi költségvetéssel szembeni követelések között kell kimutatni. (MNB, 2019a)
Kamatlábcsere-ügylet	Államháztartás és a kormányzatba sorolt vállalatok és nonprofit intézmények.
Kiegyenlítési tartalék	
Kormányzati szektor	

Maastrichti kritériumok	Az eurővezetethez való csatlakozás feltételeként meghatározott konvergencia-kritériumok, amelyek garanciát jelentenek arra, hogy az érintett tagállamok készen állnak az euró bevezetésére, továbbá csatlakozásuk nem fog az eurővezetetre nézve gazdasági kockázatot előidézni. Az éves költségvetési hiány nem lehet több a GDP 3%-ánál, a bruttó államadósság pedig a GDP 60%-ánál. 60% feletti adósságráta esetén annak megfelelő ütemben csökkennie kell.
Mennyiségi korlátozás rendszere	A jegybank által 2016-ban bevezetett, a banki többletlikviditás jegybanknál való elhelyezését szabályozó rendszer.
MNB tartalékalapok	A jegybank forintárfolyam kiegyenlítési tartaléka, devizaértékpapírok kiegyenlítési tartaléka, eredménytartaléka.
Monetáris Tanács	Az MNB legfőbb döntéshozó szerve, tagjai: az MNB elnöke, mint a Monetáris Tanács elnöke, az MNB alelnökei, továbbá a tagok, a Monetáris Tanács legalább öt, legfeljebb kilenc tagból áll. (MNB, 2019a)
Monetáris transzmisszió	A monetáris jegybanki eszközökkel a gazdaságban végbemenő folyamatok. A jegybank által 2013-ban bevezetett új, nem hagyományos monetáris politika főbb célkitűzéseit támogató eszköz. Akkor lehet indokolt, ha olyan pénzügyi piaci sűrlődés, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, ami miatt a hagyományos monetáris vagy fiskális eszközöknél a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató eszközök eredményesebbek lehetnek. (MNB 2012 Tanulmány)
Nemkonvencionális eszköz	A jegybank által 2014-ben meghirdetett program, amely végső célja a magyar gazdaság külső sérülékenységének mérséklése. Ehhez az MNB átalakította jegybanki eszköztárát.
Önfinanszírozási program	A Növekedési Hitelprogram Fix, a Növekedési Hitelprogram Hajrá konstrukcióból, valamint az Növekedési Kötvényprogramból adódó többlet-pénzmennyiséget az MNB így sterilizálja, biztosít lekötést.
Preferenciális betét	A túlzott likviditás meggátolása, semlegesítése érdekében a jegybank által alkalmazott, a felesleges likviditás csökkentését, kivonását szolgáló eszköz. A jegybanki tartalék, 3 hónapos instrumentum, preferenciális betét, KESZ (államháztartás számlája) megváltozásának összege. Mindazon jegybanki műveletek, amelyek célja a devizapiaci intervenció belföldi pénzkínálatra gyakorolt hatásának ellensúlyozása. (MNB, 2012)
sterilizáció	Pénzügyi instrumentum - általában deviza, értékpapír vagy kamat - cseréjére vonatkozó olyan összetett megállapodás, amely általában egy azonnali és egy határidős adásvételi ügyletből, illetve több határidős ügyletből tevődik össze.
Swapeszköz	



ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK

1052 Budapest, Apáczai Cs. J. u. 10. | 1364 Budapest 4. Pf. 54

TEL: +36 1 484 9100

email: szamvevoszek@asz.hu

web: www.asz.hu | www.aszhirportal.hu